

BAB I**PENDAHULUAN****1.1 Latar Belakang**

Pada tahun 2010 hingga tahun 2015 pertumbuhan ekonomi Indonesia mengalami perlambatan (Gambar 1.1). Salah satu penyebabnya adalah kebijakan moneter yang diterapkan Bank Indonesia dengan meningkatkan suku bunga acuannya (*BI Rate*) secara bertahap sejak bulan Februari tahun 2012 hingga bulan November tahun 2014, dengan kenaikan dari 5,75% menjadi 7,75%. Bank Indonesia menetapkan tingkat suku bunga yang lebih tinggi sebagai strategi untuk menstabilkan tingkat inflasi yang meningkat tajam setelah pemerintah menaikkan harga bahan bakar minyak pada bulan Juni 2013 dan bulan November 2014. Kestabilan nilai inflasi perlu dijaga agar pendapatan riil masyarakat tidak turun serta untuk menjaga iklim investasi bagi pelaku ekonomi (Bank Indonesia, 2016).



Sumber: Badan Pusat Statistik. Data diolah. 2016.

Gambar 1.1
Pertumbuhan Ekonomi Indonesia (%)

Kestabilan harga barang dan jasa yang tercermin pada inflasi merupakan tujuan utama kebijakan moneter di Indonesia. Hal ini sebagaimana yang tercantum pada undang-undang nomor 3 tahun 2004 pasal 7 tentang Bank Indonesia. Dalam rangka mencapai tujuan akhir tersebut otoritas moneter di Indonesia, dalam hal ini adalah Bank Indonesia, memiliki wewenang penuh dalam menentukan kebijakan melalui penetapan sasaran-sasaran moneter, yaitu jumlah uang beredar dan suku bunga (Bank Indonesia, 2014).

Secara operasional, Bank Indonesia menggunakan beberapa instrumen moneter dalam mengendalikan sasaran-sasaran moneter tersebut, beberapa diantaranya adalah operasi pasar terbuka, tingkat diskonto, giro wajib minimum, pengaturan kredit atau pembiayaan. Melalui instrumen-instrumen ini diharapkan kondisi perekonomian dapat diarahkan menuju tujuan akhir moneter yaitu kestabilan harga. Dalam penerapannya, instrumen moneter membutuhkan sebuah mekanisme agar kebijakan moneter dapat terhubung dan mempengaruhi perekonomian. Oleh para ekonom, mekanisme ini disebut dengan mekanisme transmisi kebijakan moneter (Pohan, 2008).

Mekanisme transmisi kebijakan moneter dapat bekerja melalui berbagai macam saluran. Diantaranya saluran suku bunga, nilai tukar, harga aset dan ekspektasi (Warjiyo dan Agung, 2002). Pada mekanisme transmisi jalur harga aset, kebijakan moneter dapat mempengaruhi konsumsi masyarakat secara langsung melalui perubahan suku bunga maupun tidak langsung melalui pembentukan kekayaan masyarakat "*wealth effect*" (Muslim, 2013). Pembentukan kekayaan masyarakat akibat kebijakan moneter yang kemudian diikuti dengan peningkatan

konsumsi masyarakat, dalam literatur ilmu moneter dikenal sebagai transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset.

Mekanismenya adalah kebijakan moneter ekspansif melalui penurunan suku bunga akan menyebabkan harga aset meningkat, peningkatan harga aset secara otomatis akan meningkatkan kekayaan masyarakat pemegang aset tersebut. Sehingga, masyarakat dengan kekayaan yang telah meningkat akan menggunakan kelebihan kekayaan tersebut untuk konsumsi.

Penelitian tentang efek kebijakan moneter dalam mempengaruhi konsumsi masyarakat melalui saluran harga aset ini pada dasarnya terinspirasi dari pernyataan Bernanke dan Blinder, yaitu: (i) apakah kebijakan moneter dapat mempengaruhi ekonomi riil disamping pengaruhnya terhadap harga, dan (ii) jika iya, melalui mekanisme transmisi seperti apa pengaruh kebijakan moneter terhadap ekonomi terjadi. Kedua pertanyaan ini merupakan permasalahan yang penting, baik dalam perumusan dan pelaksanaan kebijakan moneter oleh bank sentral maupun dalam pembahasan teori ekonomi moneter oleh para ekonom (Warjiyo, 2004:2).

Selain didasari oleh pernyataan dari Bernanke dan Blinder diatas, sedikitnya ada empat alasan yang melatarbelakangi penulis untuk melakukan penelitian terkait dengan transmisi kebijakan moneter saluran harga aset melalui efek kekayaan di Indonesia.

Pertama adalah proporsi konsumsi rumah tangga terhadap PDB di Indonesia. Konsumsi masyarakat senantiasa menjadi komponen terbesar dalam pembentukan Produk Domestik Bruto (PDB) di Indonesia (Gambar 1.2).



Sumber: Laporan Produk Domestik Bruto menurut penggunaan Badan Pusat Statistik. Data diolah. 2014.

Gambar 1.2

Proporsi Konsumsi Akhir Rumah Tangga Terhadap PDB (%)

Dari Gambar 1.2 diatas dapat dilihat bahwa konsumsi rumah tangga selalu menjadi komponen terbesar penyumbang produk domestik bruto di Indonesia. Pada tahun 2009 misalnya, konsumsi akhir rumah tangga menyumbang 58.7 % dari total PDB Indonesia, bahkan ditahun sebelumnya, yakni tahun 2008 porsi konsumsi akhir rumah tangga menyumbang lebih dari 60 %. Hal ini menunjukkan bahwa betapa besar peran variabel konsumsi rumah tangga dalam pembentukan PDB di Indonesia. Meskipun dari tahun ke tahun porsi dari konsumsi akhir rumah tangga menunjukkan tren menurun, namun dapat dilihat bahwa konsumsi rumah tangga selalu menyumbang lebih dari setengah porsi PDB di Indonesia (Badan Pusat Statistik, 2014).

Perubahan pada variabel konsumsi rumah tangga tentu akan berkorelasi dengan variabel ekonomi makro lainnya termasuk inflasi sebagaimana yang dijelaskan dalam teori *demand pull inflation* bahwa kenaikan harga-harga (inflasi)

dapat disebabkan oleh adanya gangguan (*shock*) pada sisi permintaan (*konsumsi*) barang dan jasa (Mankiw, 2006). Dengan demikian, efektif atau tidaknya suatu kebijakan moneter terhadap perekonomian dapat diukur melalui respon konsumsi atas kebijakan tersebut.

Kedua adalah adanya peningkatan aktivitas pada pasar saham dan pasar perumahan di Indonesia. Dalam kurun waktu 7 tahun, Jakarta *Islamic Index* mengalami kenaikan hampir tujuh kali lipat. Pada periode sebelum reformasi JII cenderung bergerak stabil pada kisaran 100, tetapi sejak tahun 2002, JII memiliki kecenderungan meningkat hingga mencapai angka 690 pada akhir tahun 2014 (Gambar 1.3).

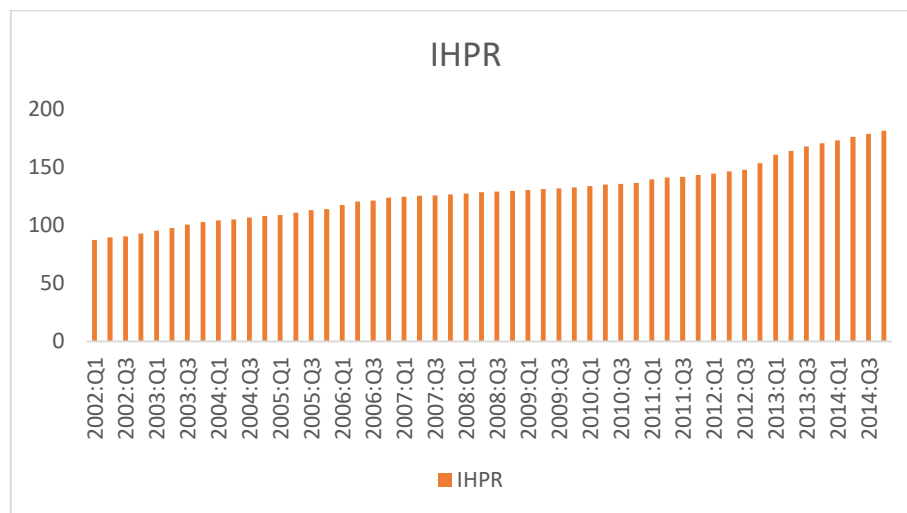


Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2015.

Gambar 1.3
Pergerakan Jakarta *Islamic Index*

Sementara itu terkait dengan pasar perumahan di Indonesia, Indeks Harga Perumahan Residensial selalu mengalami kenaikan dari tahun ke tahun (Gambar 1.4) dengan asumsi jumlah penduduk Indonesia 241 juta jiwa dan dengan tingkat pertumbuhan penduduk sebesar 1,3% per tahun, kebutuhan rumah pertahun penduduk Indonesia mencapai 2,6 juta unit per tahun (detik *finance*, 2012). Hal ini mengindikasikan bahwa permintaan perumahan semakin bertambah setiap

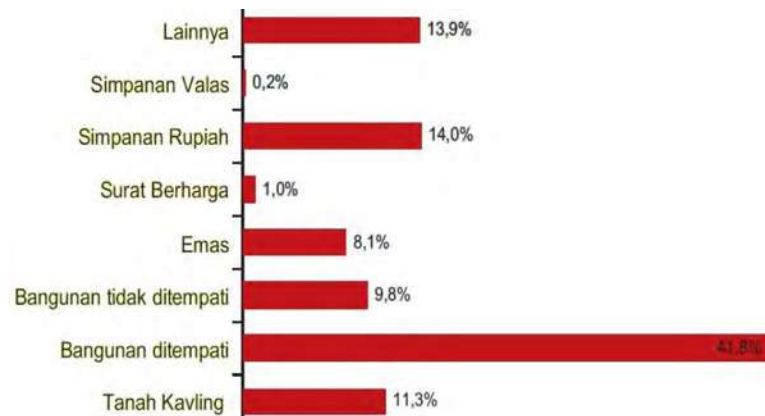
tahunnya. Semakin bertumbuhnya sektor properti juga ditandai dengan besarnya proporsi penggunaan kredit baru konsumsi untuk pembelian rumah. (Bank Indonesia, 2011)



Sumber: Bank Indonesia, 2015. Data diolah.

Gambar 1.4 **Pergerakan Indeks Harga Perumahan Residensial**

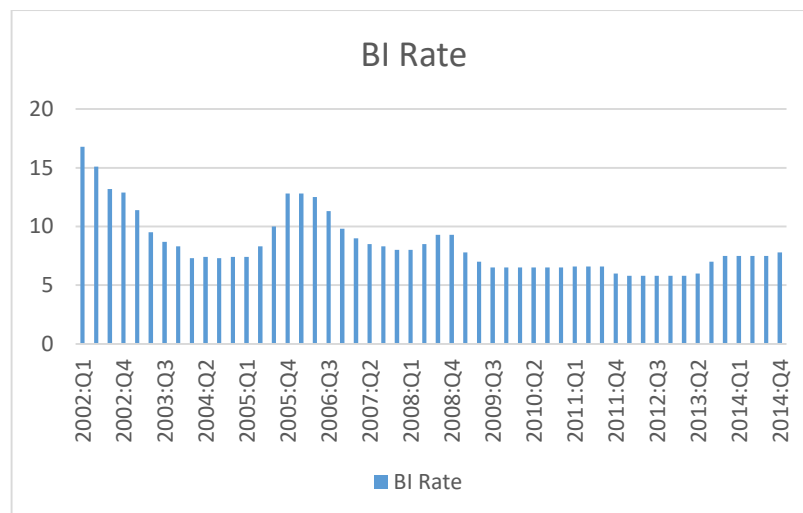
Selanjutnya penelitian yang dilakukan Astiyah dkk., (2004) membuktikan bahwa sektor properti menjadi sektor yang memiliki pangsa kepemilikan aset oleh rumah tangga terbesar di Indonesia (Gambar 1.5 pada halaman 7) diikuti dengan sektor tanah kavling di urutan ketiga. Sehingga variabel sektor properti dengan IHPR sebagai proksinya, dapat dikatakan relevan untuk digunakan dalam menganalisis kepemilikan aset di Indonesia.



Sumber: Astiyah, Siti. dkk. 2004. *Komposisi Kepemilikan Aset dan Dampak Kebijakan Moneter Terhadap Kepemilikan Aset : Hasil Survei*

Gambar 1.5
Pangsa Kepemilikan Aset oleh Rumah Tangga

Tren peningkatan harga saham dan perumahan di satu sisi berasosiasi dengan penurunan suku bunga acuan (*BI Rate*). Pada rentang tahun 2005-2010, *BI Rate* mengalami penurunan dari 12,75% menjadi sebesar 6,50% (Gambar 1.6)



Sumber: Bank Indonesia. 2016. Data diolah.

Gambar 1.6
Pergerakan BI Rate (%)

Namun demikian, hubungan negatif tersebut tidak otomatis membuktikan bahwa perubahan harga aset disebabkan oleh pelanggaran kebijakan moneter. Oleh karena itu, diperlukan penelitian lebih lanjut untuk membuktikan pengaruh

kebijakan moneter terhadap harga saham dan perumahan di Indonesia. Selain itu, tren peningkatan harga kedua aset tersebut juga dapat menjadi sinyal positif pada peningkatan kekayaan masyarakat yang tentunya berpotensi pada peningkatan konsumsi masyarakat (Muslim, 2013:4).

Ketiga adalah diterbitkannya undang-undang moneter ganda di Indonesia. Slamet (2005:407) menyebutkan bahwa dengan dikeluarkannya undang-undang nomor 10 tahun 1998 tentang perbankan, Bank Indonesia telah diberi amanah sebagai otoritas moneter ganda yang dapat menjalankan kebijakan moneter konvensional dengan sistem bunganya maupun kebijakan moneter islam dengan sistem non ribawi secara berdampingan.

Salah satu dasar dari dikeluarkannya undang-undang tentang *dual banking system* di Indonesia adalah munculnya permintaan akan perbankan syariah oleh masyarakat yang tidak dapat menerima konsep bunga pada sistem perbankan konvensional. Hal ini disebabkan karena masyarakat pada golongan ini percaya bahwa bunga atau riba diharamkan dalam islam sebagaimana firman Allah dalam surat Al-Baqarah ayat 275-276:

لَا يَنْبَغِي لِلَّذِينَ آمَنُوا بِاللَّهِ وَالْيَوْمِ الْآخِرِ أَنْ يُقْبَلُوا إِلَيْكَ فَيَكْفُرُوا بِمَا آمَنُوا فَيَكْفُرُوا بِهِ يَخِطُّهُ الشَّرُّ طُنُّ مَنْ لَمْ يَسْئَلْكَ
بِئْتَهُمْ قَوْلًا لَمْ يَلْحَقْ بِغُلِّ الْبُيُوتِ وَأَحَلَّ اللَّهُ لِلْبَيْعِ وَحَرَّمَ لِلْبُيُوتِ مَنْ جَاءَهُ مَوْءٍ َ مَنْ
رَبِّكَتَ هُوَ فَلَئِنْ مَاسَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَافَ فَأُولَئِكَ لَمْ يَكُنْ لَهُمْ جَزَاءٌ مِنْ
عَمَلِهِمْ ۗ وَمَنْ يَمَسَّ فَيُكْفِرْ بِهِ وَيَكْفُرْ بِهِ وَإِلَى اللَّهِ جُودُ الْغَافِرِينَ ۗ ۲۷۶

“Allazina ya’kuluna ‘r-riba la yaqumuna illa kamā yaqumu ‘l-lazī yatakhabbatuhu ‘sy-syaytanu mina ‘l-massi zalika bi annahum qālū innamā ‘l-bay’u mişlu ‘r-ribā, wa ahalla ‘l-lahu ‘l-bay’a wa harrama ‘r-ribā faman jāahu maw’izatun mi ‘r-

rabbihi faantahā falahu mā salafa, wa amruhu ila 'l-lahi, waman 'ada faūlaika ashabu 'n-nar, hum fihā khalidūn”

“Yamḥaqu 'llahu 'r-riba wa yurbi 's-sadaqat, wa 'llahu la yuḥibbu kulla kaffārin ašym”

Artinya : Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang kembali (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya. Allah memusnahkan riba dan menyuburkan sedekah. Dan Allah tidak menyukai setiap orang yang tetap dalam kekafiran, dan selalu berbuat dosa (Departemen Agama RI.2009:47).

Menurut Muslim (2013:19) penelitian tentang hubungan antara kebijakan moneter, harga aset, pendapatan, konsumsi dan inflasi lebih didominasi oleh penelitian yang menggunakan sampel negara maju, sedangkan penelitian yang menggunakan sampel negara berkembang bisa dikatakan relatif sedikit, terlebih untuk penelitian terkait kebijakan moneter dalam sistem perbankan ganda di Indonesia. Sehingga motivasi keempat dalam penelitian ini lebih didorong oleh keinginan untuk memperkaya literatur yang membahas tentang mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset melalui efek kekayaan di Indonesia.

Penelitian ini menjadi perlu dilakukan mengingat besarnya peran mekanisme transmisi kebijakan moneter bagi suatu negara. Karena pada dasarnya perekonomian hanya dapat dikendalikan oleh otoritas moneter melalui sebuah mekanisme, yakni mekanisme transmisi kebijakan moneter. Sehingga apabila suatu negara tidak memiliki mekanisme transmisi moneter, dapat dipastikan otoritas

moneter di negara tersebut tidak dapat mengendalikan dan mengarahkan perekonomiannya menuju sasaran moneter yang telah ditentukan.

1.2 Rumusan Masalah

Dalam kaitannya dengan latar belakang tersebut, penelitian ini pada akhirnya akan menjawab pertanyaan sebagai berikut:

1. Apakah ada pengaruh (*shock*) tingkat suku bunga Bank Indonesia (*BI Rate*) terhadap Jakarta *Islamic Index* (JII) dan Indeks Harga Perumahan Residensial (IHPR)?
2. Apakah ada pengaruh (*shock*) Jakarta *Islamic Index* (JII) dan Indeks Harga Perumahan Residensial (IHPR) terhadap tingkat pendapatan disposabel perkapita pertahun (PEND)?
3. Apakah ada pengaruh (*shock*) tingkat pendapatan disposabel perkapita pertahun (PEND) terhadap rata-rata konsumsi perkapita pertahun (KONS)?
4. Apakah ada pengaruh (*shock*) rata-rata konsumsi perkapita pertahun (KONS) terhadap Inflasi (IHK)?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan yang diharapkan bisa tercapai dalam penelitian ini antara lain:

1. Untuk mengetahui adanya pengaruh (*shock*) tingkat suku bunga Bank Indonesia (*BI Rate*) terhadap Jakarta *Islamic Index* (JII) dan Indeks Harga Perumahan Residensial (IHPR).
2. Untuk mengetahui adanya pengaruh (*shock*) Jakarta *Islamic Index* (JII) dan Indeks Harga Perumahan Residensial (IHPR) terhadap tingkat pendapatan disposabel perkapita pertahun (PEND).

3. Untuk mengetahui adanya pengaruh (*shock*) tingkat pendapatan disposabel perkapita pertahun (PEND) terhadap rata-rata konsumsi perkapita pertahun (KONS).
4. Untuk mengetahui adanya pengaruh (*shock*) rata-rata konsumsi perkapita pertahun (KONS) terhadap Inflasi (IHK).

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan manfaat sebagai berikut :

1. Bagi pembuat kebijakan

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi pembuat kebijakan tentang struktur kekayaan dan perilaku konsumsi masyarakat atas perubahan kebijakan moneter di Indonesia.

2. Bagi akademisi

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur terkait mekanisme transmisi moneter saluran harga aset jalur efek kekayaan serta dapat dijadikan bahan referensi bagi penelitian selanjutnya.

1.5 Sistematika Penulisan

BAB 1: PENDAHULUAN

Bab ini memuat latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, serta sistematika penulisan skripsi. Latar belakang menguraikan hal-hal yang mendasari penulis melakukan penelitian terkait transmisi kebijakan moneter saluran harga aset melalui efek kekayaan. Rumusan masalah memuat fokus masalah yang akan diteliti. Tujuan dan manfaat penelitian membahas tujuan dan manfaat diadakannya penelitian.

BAB 2: TINJAUAN PUSTAKA

Pada bab ini terdapat teori-teori yang dijadikan dasar dalam melakukan penelitian serta landasan pustaka yang menjadi dasar pemahaman teoritis dalam penelitian, kemudian disajikan pula tinjauan penelitian terdahulu, pengembangan hipotesis dan model analisis, serta kerangka berpikir sebagai gambaran dari alur berpikir peneliti.

BAB 3: METODE PENELITIAN

Bab ini menguraikan tentang metode penelitian yang digunakan dalam penelitian secara detail. Penjelasan dimulai dari pendekatan penelitian yang digunakan, proses identifikasi variabel, menentukan definisi operasional dari variabel, jenis dan sumber data yang digunakan, serta menjelaskan prosedur pengumpulan data dan teknis analisis data yang digunakan dalam penelitian.

BAB 4: HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini diuraikan mengenai gambaran umum subjek penelitian, deskripsi hasil penelitian yang merupakan penjelasan singkat mengenai pelaksanaan dan variabel penelitian, proses analisis dan interpretasi serta pembahasan terhadap hasil penelitian.

BAB 5: SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini merupakan bab terakhir yang memuat simpulan dari pembahasan dan jawaban atas pertanyaan yang telah dirumuskan dalam rumusan masalah serta saran-saran yang ditujukan kepada pihak yang berkepentingan terhadap objek penelitian ini.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Kebijakan Moneter

2.1.1.1 Definisi dan Tujuan Kebijakan Moneter Konvensional

Peningkatan jumlah uang beredar yang berlebihan dapat mendorong peningkatan harga melebihi tingkat yang diharapkan sehingga dalam jangka panjang dapat mengganggu pertumbuhan ekonomi. Sebaliknya, apabila peningkatan jumlah uang beredar sangat rendah, maka kelesuan ekonomi akan terjadi. Apabila hal ini berlangsung terus menerus, kemakmuran masyarakat secara keseluruhan pada gilirannya akan mengalami penurunan. Kondisi tersebut antara lain melatarbelakangi upaya-upaya yang dilakukan oleh pemerintah atau otoritas moneter suatu negara dalam mengendalikan jumlah uang beredar dalam perekonomian. Kegiatan pengendalian jumlah uang beredar tersebut lazimnya disebut dengan kebijakan moneter. Miskhin dalam Simonangkir (2014:61) menjelaskan bahwa kebijakan moneter adalah kebijakan bank sentral atau otoritas moneter dalam bentuk pengendalian besaran moneter dan/atau suku bunga untuk mencapai tujuan perekonomian yang diinginkan.

Mencermati berbagai kebijakan moneter yang dilakukan oleh bank sentral di seluruh dunia saat ini menunjukkan kecenderungan dan arah yang sama yaitu menjadikan inflasi sebagai target utama kebijakan moneter. Inflasi menjadi perhatian utama dikarenakan pengaruhnya sangat signifikan terhadap perkembangan perekonomian. Tingkat inflasi yang berfluktuasi tinggi

menggambarkan besarnya ketidakpastian nilai uang, tingkat produksi, distribusi, dan arah perkembangan ekonomi yang dapat menimbulkan ekspektasi keliru yang dapat membahayakan perekonomian. Kemampuan mengendalikan inflasi yang rendah dan stabil dapat mendorong pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang.

Otoritas moneter di Indonesia yaitu Bank Indonesia memiliki tujuan untuk mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah. Tujuan ini sebagaimana tercantum dalam undang-undang nomor 3 tahun 2004 pasal 7 tentang Bank Indonesia. Hal yang dimaksud dengan kestabilan nilai rupiah antara lain adalah kestabilan terhadap harga-harga barang dan jasa yang tercermin pada inflasi. Untuk mencapai tujuan tersebut, sejak tahun 2005 Bank Indonesia menerapkan kerangka kebijakan moneter dengan inflasi sebagai sasaran utama kebijakan moneter (*Inflation Targeting Framework*) dengan menganut sistem nilai tukar yang mengambang (*free floating*). Peran kestabilan nilai tukar sangat penting dalam mencapai stabilitas harga dan sistem keuangan. Oleh karenanya, Bank Indonesia juga menjalankan kebijakan nilai tukar untuk mengurangi volatilitas nilai tukar yang berlebihan, bukan untuk mengarahkan nilai tukar pada level tertentu.

Dalam pelaksanaannya, Bank Indonesia memiliki kewenangan untuk melakukan kebijakan moneter melalui penetapan sasaran-sasaran moneter (seperti uang beredar atau suku bunga) dengan tujuan utama menjaga sasaran laju inflasi yang ditetapkan oleh Pemerintah. Secara operasional, pengendalian sasaran-sasaran moneter tersebut menggunakan instrumen-instrumen, antara lain operasi pasar terbuka di pasar uang baik rupiah maupun valuta asing, penetapan tingkat diskonto, penetapan cadangan wajib minimum, dan pengaturan kredit atau

pembiayaan. Bank Indonesia juga dapat melakukan cara-cara pengendalian moneter berdasarkan prinsip syariah (Bank Indonesia, 2012).

2.1.1.2 Instrumen Moneter Konvensional

Kebijakan moneter dapat menggunakan instrumen baik langsung maupun tidak langsung. Instrumen langsung adalah instrumen pengendalian moneter yang dapat secara langsung mempengaruhi sasaran operasional yang diinginkan oleh bank sentral. Adapun instrumen tidak langsung adalah instrumen pengendalian moneter yang secara tidak langsung dapat mempengaruhi sasaran operasional yang diinginkan oleh bank sentral (Ascarya, 2002:5).

Dua hal utama yang dikendalikan adalah harga (suku bunga) dan kuantitas simpanan dan kredit yang ada pada sistem perbankan atau institusi keuangan selain bank. Pengendalian langsung ini dapat dilakukan melalui kebijakan langsung yang dikeluarkan oleh bank sentral atau dengan mempengaruhi neraca bank-bank komersial. Pengendalian ini disebut langsung karena terdapat hubungan korespondensi antara instrumen dan sasaran operasional. Misalnya, penetapan pagu kredit dapat langsung mempengaruhi jumlah kredit domestik yang dapat disalurkan oleh perbankan, yang pada akhirnya akan mempengaruhi jumlah uang beredar.

Sedangkan instrumen tidak langsung merupakan media yang digunakan untuk mengendalikan besaran moneter dengan cara mempengaruhi neraca bank sentral. Mengingat wewenang yang dimilikinya, bank sentral dapat mempengaruhi posisi *base money* atau bank *reserve* yang pada akhirnya dapat mempengaruhi kredit dan penawaran uang (Alexander dalam Ascarya 2002:5). Mekanisme ini disebut tidak langsung karena bank sentral mencapai sasaran kebijakan dengan

mempengaruhi kondisi pasar uang melalui salah satu fungsinya sebagai badan yang mampu mempengaruhi peredaran uang.

Pada umumnya instrumen langsung bersifat *non-market based* (tidak berorientasi pada mekanisme pasar) dan inisiatifnya ada di bank sentral sedangkan instrumen tidak langsung dapat bersifat *market based* atau *non-market based* dan inisiatifnya ada pada bank sentral ataupun peserta pasar. Baik instrumen kebijakan moneter langsung maupun tidak langsung mempunyai berbagai macam bentuk dan masing-masing memiliki karakteristik serta kelebihan atau kekurangan. Bentuk instrumen langsung yang banyak dipergunakan adalah pengendalian suku bunga, pagu kredit dan program kredit khusus bank sentral. Sementara itu, secara umum terdapat 3 bentuk utama instrumen tidak langsung, yaitu operasi pasar terbuka, cadangan primer (*reserve requirement*) dan fasilitas pendanaan jangka pendek atau fasilitas diskonto. Secara ringkas kedua instrumen tersebut dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 2.1
Jenis-jenis Instrumen Kebijakan Moneter

Instrumen langsung	Instrumen tidak langsung
Penetapan Suku Bunga	Giro Wajib Minimum (GWM)
Pagu Kredit	Fasilitas Diskonto
Rasio Likuiditas	Operasi Pasar Terbuka
Kredit Langsung	Fasilitas Simpanan Bank Sentral
Kuota Rediskonto	Intervensi Valuta Asing
	Simpanan Sektor Pemerintah
	Himbauan

Sumber: Ascarya. 2002. *Instrumen-instrumen Pengendalian Moneter*

Pada umumnya instrumen langsung digunakan oleh negara-negara yang sedang berkembang sedangkan instrumen tidak langsung digunakan oleh negara maju. Dalam proses perkembangannya, instrumen kebijakan moneter yang digunakan pada negara berkembang juga tumbuh ke arah yang lebih berdasar pada mekanisme pasar, yaitu instrumen tidak langsung, sejalan dengan berkembangnya pasar-pasar keuangan di negara tersebut.

2.1.2 Kebijakan Moneter Islam

2.1.2.1 Definisi dan Tujuan Kebijakan Moneter Islam

Pada dasarnya definisi dan tujuan kebijakan moneter islam yang didefinisikan oleh para ahli ekonomi islam hampir sama dengan definisi dan tujuan kebijakan moneter konvensional, yakni mencapai dan menjaga kestabilan nilai tukar, mengingat uang memiliki peranan penting dalam perekonomian saat ini. Akan tetapi jika dikaji lebih dalam ada perbedaan penekanan dan komitmen diantara keduanya, yaitu tentang nilai-nilai dasar spiritual yang ada dalam moneter islam, keadilan sosio-ekonomi dan persaudaraan antar manusia (Andra, 2010: 17).

Dalam sejarah perekonomian islam, sejatinya kebijakan moneter islam telah diterapkan dalam kehidupan Rasulullah Muhammad SAW dan para sahabat. Seperti saat khalifah Umar memimpin, beliau telah mengatur sektor moneter dengan berbagai peraturan diantaranya: (1) Melarang segala bentuk tindakan yang berdampak pada bertambahnya gejolak pada daya beli dan ketidakstabilan nilai uang; (2) Melarang pemalsuan mata uang; (3) Melakukan perlindungan pada inflasi dengan cara menghimbau masyarakat untuk melakukan investasi pada sektor riil, hidup sederhana dan tidak berlebih-lebihan; (4) Mencetak dirham yang sesuai

dengan ketentuan Islam, yaitu sebesar enam daniq (Ningsih, 2013). Kebijakan moneter pada masa itu sama sekali tidak menganut sistem ribawi.

Bahkan Muhammad (2002) mengatakan bahwa perekonomian masa Rasulullah jauh dari gambaran tradisional dengan sistem barter. Namun sudah bertransaksi dengan mata uang, yaitu dinar dan dirham, bahkan perdagangan sudah dilakukan dengan transaksi secara non-tunai dan banyak hal lainnya yang sangat relevan dengan model transaksi modern saat ini. Seperti halnya *al-hiwalah* atau yang biasa disebut dengan anjak piutang. Karim (2001) menambahkan, pada masa itu dinar dan dirham sangat stabil. Kestabilan tersebut disebabkan pada larangan transaksi transaksi berikut:

1. Permintaan yang riil. Permintaan uang benar-benar untuk keperluan transaksi nyata dan kebutuhan persiapan dana untuk berjaga-jaga.
2. Penimbunan mata uang sangat dilarang dalam Islam sebagaimana larangan penimbunan barang. Sebagaimana yang tertulis dalam firman Allah Surat At-Taubah ayat 34-35 menjadi dasar larangan penimbunan tersebut sebagai berikut:

يٰۤاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءَامَنُوْا اِنۡ كُنۡتُمْ رَّاۤىَ مِنَ الْاٰجَارِ وَاَلرُّبۡبَانِ الَّذِيْنَ اَلْمَوٰلَ لَآۤ اِسۡرَابَ لَآۤ يَطۡلُ
وَيَصۡدُوۡنَ عَنِ سَبِيۡلِ اللّٰهِ وَاَلَّذِيْنَ يَطۡلُۡوۡنَ لَآۤ ذَهَبَ وَاَلۡبِضَّةَ وَاَلَّذِيۡنَ هَلۡفِ سَبِيۡلِ
اللّٰهِ فَبَشِّرۡهُمۡ بِعَذَابٍ اَلِيۡمٍ ۝۴ اَيُّوۡمَيۡ حَمٰى لِحٰبِ هَلۡفِ سَبِيۡنَ اَرۡ جَ قَّ غَتۡلُكُوۡىۡ بۡ هَاۤ جَا هُ هَلۡم
وَجُرۡبُ هَلۡم وَاظۡهُوۡرُ هَلۡم هٰذَا مَ اَلۡغَنۡتُمۡ لِقٰسِكُمۡ فَاذۡقُوۡا مَ اَلۡغَنۡتُمۡ تَطۡلُۡوۡنَ ۝۳۵

Yā ‘ayyuhā ‘l-lazīna āmanū inna kaṣīrāmma ‘l-aḥbāri warruhbāni laya ‘kulūna amwāla ‘n-nāsi bi ‘l-bāṭili wayasuddūna ‘an sabīli ‘l-lāh wā ‘l-lazīna yaknizūna ‘z-zāhaba wā ‘l-fiddata walā yunfiqūnahā fī sabīli ‘l-lāhi fabasyirhum biazābin alīm. Yawma yuhmā ‘alayhā fī nāri jahannama fatukwā

bihā jibāhuhum wajunūbuhum wazahūruhum hāzā mā kanaztum li anfusikum fazūqū mā kuntum taknizūn

Artinya: Hai orang-orang yang beriman, Sesungguhnya sebahagian besar dari orang-orang alim Yahudi dan rahib-rahib Nasrani benar-benar memakan harta orang dengan jalan batil dan mereka menghalang-halangi (manusia) dari jalan Allah. dan orang-orang yang menyimpan emas dan perak dan tidak menafkannya pada jalan Allah, Maka beritahukanlah kepada mereka, (bahwa mereka akan mendapat) siksa yang pedih. Pada hari dipanaskan emas perak itu dalam neraka Jahannam, lalu dibakar dengannya dahi mereka, lambung dan punggung mereka (lalu dikatakan) kepada mereka: "Inilah harta bendamu yang kamu simpan untuk dirimu sendiri, Maka rasakanlah sekarang (akibat dari) apa yang kamu simpan itu. (Departemen Agama RI.2009:259)

3. Melarang transaksi *talaqqi rukban*. Yaitu bentuk transaksi dengan cara menahan penjual sebelum penjual memasuki pasar, kemudian membeli barang dagangannya dengan tujuan mendapatkan keuntungan dari ketidaktahuan harga oleh penjual tersebut.
4. Melarang transaksi *kali bi kali*, yakni sebuah transaksi non-tunai dengan menjual belikan hutang dengan hutang karena cenderung mengandung *gharar* dan membuka pintu riba.
5. Melarang berbagai bentuk transaksi riba sebagaimana disebutkan dalam Surat Al-Baqarah ayat 278, sebagai berikut:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُّؤْمِنِينَ ٢٧٨

Yā ayyuhā 'l-lazīna āmanū t-taqū 'l-lāha wazarū mā baqiya mina 'r-ribā inkuntum mu'minīna.

Artinya: Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan tinggalkan sisa Riba (yang belum dipungut) jika kamu orang-orang yang beriman. (Departemen Agama RI.2006:58)

Maka jelas, dari lima transaksi yang dilarangan diatas menunjukkan bahwa Rasulullah telah memberikan gambaran tentang sebuah kebijakan moneter yang

menekankan pada pertumbuhan dan keseimbangan sektor riil dan moneter dalam sebuah perekonomian adalah keniscayaan yang tidak bisa dibantah lagi (Danar, 2016:94).

Menurut Chapra (2000:2) tujuan kebijakan moneter islam adalah kelayakan ekonomi yang luas berlandaskan *full employment* dan tingkat pertumbuhan ekonomi yang optimum, keadilan sosio-ekonomi dengan pemerataan distribusi pendapatan dan kesejahteraan, stabilitas dalam nilai uang sehingga memungkinkan uang dapat dipergunakan sebagai satuan hitung, patokan yang stabil, serta alat pembayaran yang efektif dari semua barang dan jasa. Nilai mata uang perlu dijaga karena uang kertas yang digunakan dalam perekonomian bersifat inflatoir, karena tidak memiliki nilai intrinsik. Hal ini tidak diperlukan ketika uang yang digunakan adalah uang intrinsik, seperti dinar emas dan dirham perak yang digunakan pada masa kekhalifahan Islam (Ascarya, 2012: 296).

2.1.2.2 Instrumen Moneter Islam

Kebijakan moneter islam yang memiliki kesamaan tujuan dengan kebijakan moneter konvensional atau modern saat ini memiliki perbedaan mendasar yang kuat sehingga beberapa instrumennya tentu berbeda dengan kebijakan moneter pada umumnya. Menurut Karim (2011) dalam Danar (2016:94) perbedaan tersebut dapat dilihat dalam instrumen kebijakan moneter syariah sebagai berikut ini:

1. *Reserve Ratio*, yaitu jumlah simpanan milik bank umum yang harus dipegang oleh bank sentral selaku otoritas kebijakan. Jika bank sentral ingin melakukan kontrol jumlah uang yang beredar, cukup dengan menaikkan *reserve ratio* sehingga berdampak pada sedikitnya sisa uang pada bank umum.

2. *Himbauan Moral*, yaitu upaya bank sentral untuk membujuk lembaga keuangan meningkatkan permintaan pembiayaan sehingga roda perekonomian dapat terasa bergairah kembali.
3. *Lending Ratio*, maksud dari pinjaman disini adalah pinjaman yang lebih dititik beratkan pada pinjaman kebaikan, dalam hal ini disebut dengan *Qardhu al-Hasan*. Karena Islam tidak menggunakan istilah *lending* (pinjaman). Mekanismenya adalah ketika pemerintah ingin memperbanyak uang yang beredar di masyarakat, maka nilai dari *Qardhu al-Hasan* diperbesar.
4. *Profit Sharing Ratio*. Sebuah rasio bagi keuntungan yang ditetapkan sebelum bisnis tersebut mulai dijalankan. Penggunaan instrumen ini oleh bank sentral dilakukan pada saat jumlah uang yang beredar ingin ditingkatkan dengan cara mengurangi rasio *profit sharing* dari sisi perbankan.
5. *Sukuk*. Merupakan bentuk langkah pemerintah untuk menaikkan dan menurunkan jumlah uang beredar dengan cara mengeluarkan sukuk untuk mereduksi uang yang beredar kembali ke bank sentral. Maka sukuk memiliki kapasitas untuk menaikkan atau menurunkan jumlah uang yang beredar.
6. *Governance Instrument Certificate*. Instrumen ini merupakan pengganti *treasury bill* yang dikeluarkan oleh menteri keuangan dan dijual oleh bank sentral. Namun dalam hukum syariah, instrumen tersebut dilarang. Sehingga diganti dengan GIC dengan sistem bebas bunga. Mekanismenya adalah ketika pemerintah ingin menurunkan jumlah uang beredar, maka pemerintah dapat menerbitkan instrumen GIC dengan harapan instrumen ini akan dibeli oleh masyarakat sehingga menyebabkan uang beredar semakin berkurang.

2.1.3 Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Konvensional

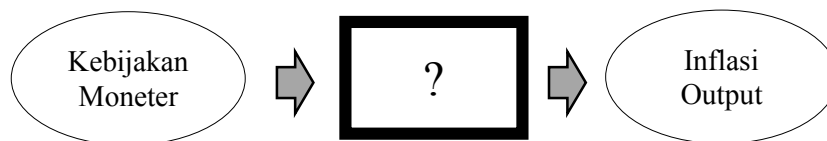
Arti kata transmisi dalam Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI) adalah pengiriman (penerusan) pesan dan sebagainya dari seseorang kepada orang (benda) lain. Sehingga transmisi kebijakan moneter merupakan suatu jalur atau saluran pengiriman dari kebijakan Bank Indonesia selaku otoritas moneter hingga dapat mencapai sasaran moneter, yakni inflasi (Bank Indonesia, 2016).

Sedangkan mekanisme transmisi kebijakan moneter pada dasarnya menggambarkan bagaimana kebijakan moneter yang ditempuh bank sentral mempengaruhi berbagai aktivitas ekonomi dan keuangan sehingga pada akhirnya dapat mencapai tujuan akhir yang ditetapkan. Secara spesifik Taylor (1995) dalam Warjiyo (2004:3) menyatakan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter adalah *“the process through which monetary policy decisions are transmitted into changes in real GDP and inflation”*.

Mekanisme transmisi moneter dimulai dari tindakan bank sentral dengan menggunakan instrumen moneter dalam melaksanakan kebijakan moneternya. Tindakan ini kemudian berpengaruh terhadap aktivitas ekonomi dan keuangan melalui berbagai saluran transmisi kebijakan moneter, yaitu saluran nilai tukar, kredit, suku bunga, harga aset dan ekspektasi. Di sektor ekonomi riil kebijakan moneter mempengaruhi perkembangan konsumsi, investasi, ekspor dan impor hingga pertumbuhan ekonomi dan inflasi yang merupakan sasaran akhir kebijakan moneter. Sedangkan di sektor keuangan, kebijakan moneter berpengaruh terhadap perkembangan suku bunga, nilai tukar dan harga saham di samping volume dana

masyarakat yang disimpan di bank, kredit yang disalurkan bank kepada dunia usaha dan penanaman dana pada obligasi.

Dalam kenyataannya, mekanisme transmisi kebijakan moneter merupakan proses yang kompleks dan karenanya dalam teori ekonomi moneter sering disebut dengan “*black box*” (Mishkin, 1995) seperti digambarkan dalam skema berikut:



Sumber: Mishkin, F. 1995. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*

Gambar 2.1
Proses Transmisi Moneter

Dikatakan kompleks karena mekanisme transmisi yang dimaksud sering dipengaruhi oleh tiga faktor, yaitu (1) perubahan perilaku bank sentral, perbankan dan para pelaku ekonomi dalam berbagai aktivitas ekonomi dan keuangannya, (2) lamanya tenggat waktu (*lag*) sejak kebijakan moneter ditempuh sampai sasaran inflasi tercapai, serta (3) terjadinya perubahan pada saluran-saluran transmisi moneter itu sendiri sesuai dengan perkembangan ekonomi dan keuangan di negara yang bersangkutan.

Perubahan perilaku bank sentral, perbankan dan sektor keuangan, serta pelaku ekonomi, jelas akan berpengaruh pada interaksi yang dilakukannya dalam berbagai aktivitas ekonomi, hal ini yang akhirnya membawa perubahan pula pada mekanisme transmisi kebijakan moneter. Bahkan menurut Blinder (1998) dalam Warjiyo (2004) banyak kasus mekanisme transmisi kebijakan moneter diliputi oleh ketidakpastian dan relatif sulit diprediksi karena situasi yang berubah-ubah. Setiap perubahan kebijakan bank sentral akan akan direspon dengan perubahan perilaku

perbankan, sektor keuangan dan para pelaku ekonomi dalam berbagai aktivitas ekonomi dan keuangannya.

Demikian pula perubahan perilaku perbankan dalam operasi dan inovasi produk keuangan yang dilakukannya, juga akan berpengaruh dan harus dipertimbangkan oleh bank sentral dalam merumuskan dan melaksanakan kebijakan moneter. Transmisi kebijakan moneter ke pertumbuhan ekonomi dan inflasi telah lama diakui berlangsung dengan tenggat waktu yang lama dan bervariasi. Hal ini disebabkan transmisi moneter banyak berkaitan dengan pola hubungan antara berbagai variabel ekonomi dan keuangan yang selalu berubah sejalan dengan perkembangan ekonomi negara bersangkutan (Warjiyo, 2004:5).

Pada kondisi ekonomi yang masih tradisional dan tertutup dengan perbankan sebagai satu satunya lembaga keuangan, hubungan antara uang beredar dengan aktivitas ekonomi riil pada umumnya masih relatif erat. Dengan semakin majunya sektor keuangan, keterkaitan uang beredar dengan sektor riil dapat merenggang. Sebagian dana yang dimobilisasi oleh lembaga keuangan dapat terus berputar di sktor keuangan saja dan tidak berpengaruh pada sektor riil. Pola hubungan variabel variabel ekonomi dan keuangan yang berubah dan semakin tidak erat tersebut jelas akan berpengaruh pada lamanya tenggat waktu mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Seiring dengan semakin berkembangnya perbankan dan pasar keuangan, semakin banyak pula produk keuangan yang ditransaksikan dengan jenis transaksi keuangan yang semakin bervariasi pula. Demikian pula pada perekonomian yang terbuka, perkembangan ekonomi dan keuangan di suatu negara akan dipengaruhi

pula oleh perkembangan ekonomi dan keuangan di negara lain yang terjadi antara lain melalui perubahan nilai tukar, volume ekspor dan impor, ataupun besarnya arus dana masuk dan keluar dari negara yang bersangkutan. Pada kondisi demikian, peranan saluran yang lain, seperti suku bunga, kredit, dan nilai tukar juga menjadi semakin penting dalam transmisi kebijakan moneter. Peranan saluran harga aset lainnya, seperti obligasi dan saham, dan saluran ekspektasi juga semakin perlu diperhatikan. Melalui saluran-saluran inilah kebijakan moneter dari bank sentral akan mempengaruhi perekonomian

2.1.4 Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter Islam

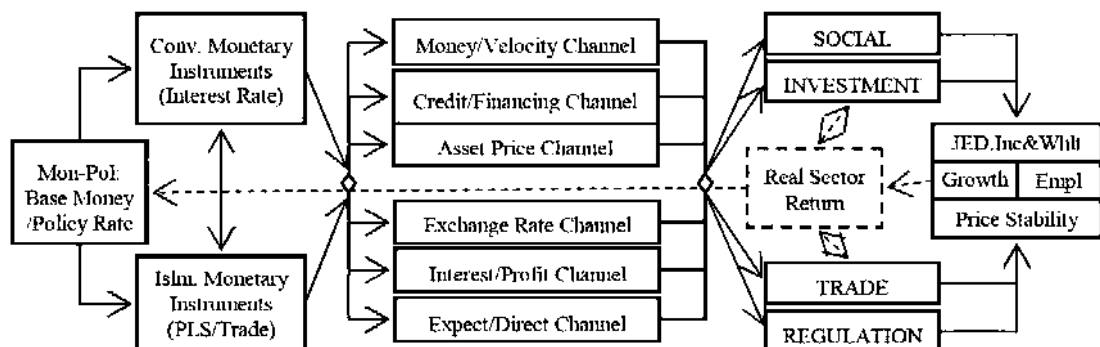
Menurut Siddiqi dalam Farah Fauziyah (2015) bentuk institusi keuangan islam kontemporer tidak jauh berbeda dengan bentuk institusi keuangan konvensional yang sudah ada, sehingga instrumen-instrumen kebijakan moneter islam juga banyak yang mirip dengan instrumen-instrumen kebijakan moneter konvensional. Namun tetap ada perbedaan dalam mekanisme kerja instrumen kebijakan moneter islam, yakni tidak menggunakan instrumen ribawi.

Diterbitkannya undang-undang nomor 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia, yang menyatakan bahwa BI dapat menerapkan kebijakan moneter berdasarkan prinsip-prinsip syariah yang disebutkan dalam pasal 1 angka 7 dan pasal 11. Undang-undang tersebut menjadi acuan baru bagi Bank Indonesia selaku pengambil keputusan, untuk dapat menerapkan kebijakan moneternya baik secara konvensional maupun dengan menggunakan prinsip-prinsip syariah. Jadi instrumen kebijakan moneter yang diterapkan dapat menggunakan instrumen kebijakan

moneter konvensional atau instrumen kebijakan moneter Islam. Dengan catatan instrumen moneter konvensional yang digunakan tidak melanggar prinsip syariah.

2.1.5 Sistem Moneter Ganda

Mekanisme transmisi kebijakan moneter pada sistem moneter Islam dapat dikatakan belum berkembang secara sempurna. Sehingga sistem moneter ganda menjadi pilihan bagi beberapa negara yang mengembangkan sistem moneter Islam dalam sistem perekonomian konvensional yang telah ada sebelumnya. Begitupula dengan kerangka pemikiran yang digunakan, kerangka kebijakan moneter konvensional tetap digunakan dalam pengembangan moneter Islam pada sistem moneter ganda (Ascarya, 2014:13).



Sumber: Ascarya. 2014. *Monetary Policy Transmission Mechanism Under Dual Financial System In Indonesia: Interest-Profits Channel*

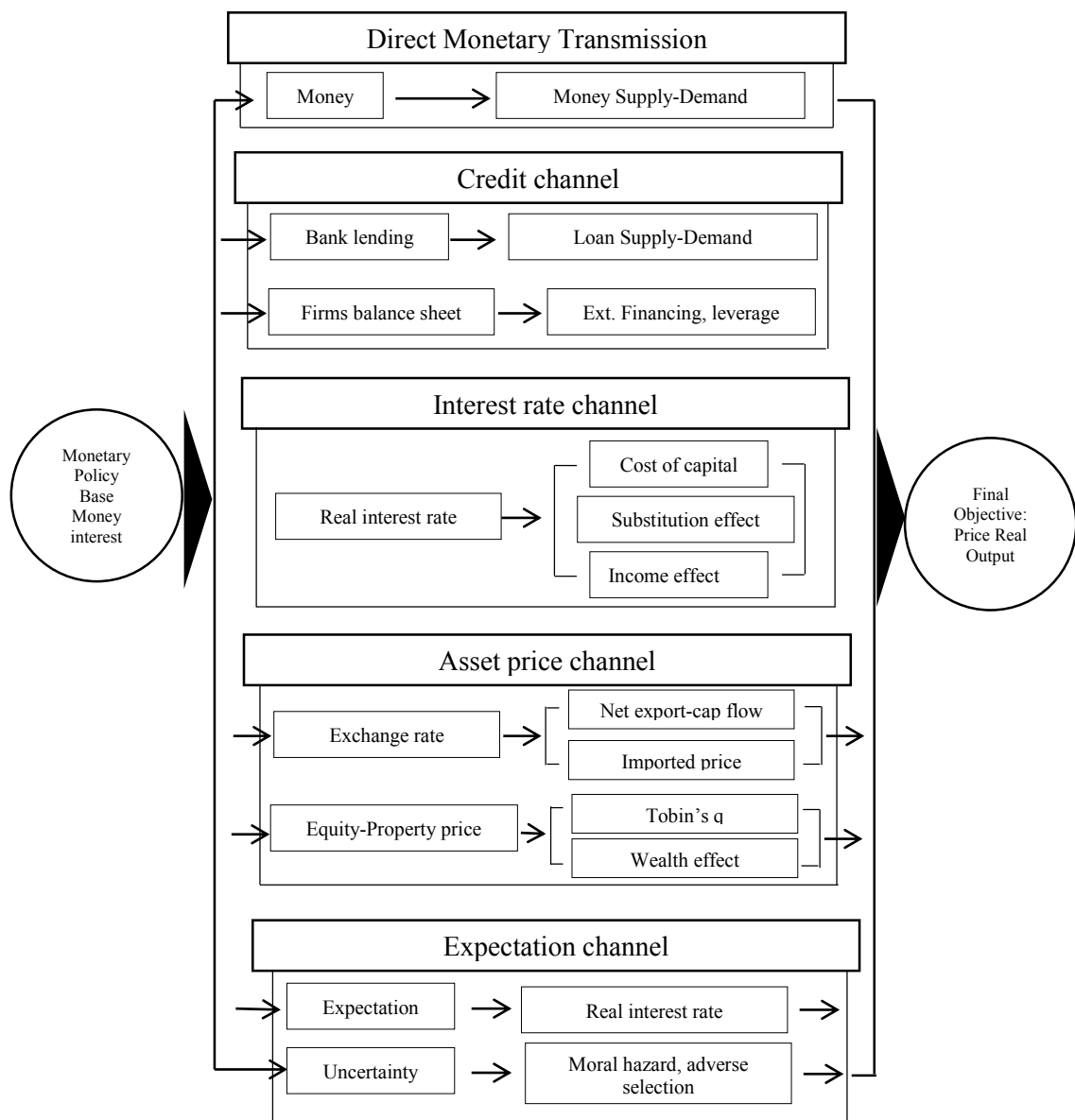
Gambar 2.2

Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter dalam Sistem Moneter Ganda

2.1.6 Saluran Transmisi Kebijakan Moneter

Kajian mengenai mekanisme transmisi kebijakan moneter pada mulanya mengacu pada peranan uang dalam perekonomian, yang pertama kali dijelaskan oleh Irving Fisher dalam *Quantity Theory of Money*. Seiring berkembangnya ilmu pengetahuan dibidang keuangan dan perubahan dalam struktur perekonomian,

terdapat enam saluran mekanisme transmisi kebijakan moneter yang sering dikemukakan dalam teori ekonomi moneter. Keenam saluran transmisi moneter dimaksud adalah saluran moneter langsung, saluran suku bunga, saluran harga asset, saluran kredit, saluran nilai tukar dan saluran ekspektasi. Sebagaimana yang dapat dilihat pada gambar 2.3.



Sumber: Perry Warjiyo. 2004. *Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia* (diolah)

Gambar 2.3
Saluran Transmisi Moneter

2.1.6.1 Saluran Uang

Transmisi kebijakan moneter melalui saluran uang mengacu pada dominasi peranan uang dalam perekonomian, yang pertama kali dijelaskan oleh *Quantity Theory of Money* oleh Irving Fisher. Teori ini pada dasarnya menggambarkan kerangka kerja yang jelas mengenai analisis hubungan langsung yang sistematis antara pertumbuhan uang beredar dengan inflasi, yang dinyatakan dalam suatu identitas yang dikenal sebagai "*The Equation of Exchange*" sebagai berikut:

$$MV = PT \dots\dots\dots (1)$$

dimana jumlah uang beredar (M) dikalikan dengan tingkat perputaran uang (V) sama dengan jumlah output atau transaksi ekonomi/output riil (T) dikalikan dengan tingkat harga (P). Dengan kata lain, dalam keseimbangan, jumlah uang beredar dalam seluruh kegiatan perekonomian (MV) sama dengan jumlah output nominal, dihitung dengan harga yang berlaku, yang ditransaksikan dalam ekonomi (PT).

Dalam konteks interaksi antara bank sentral dengan perbankan dan para pelaku ekonomi seperti diuraikan di atas, mekanisme transmisi moneter melalui saluran uang merupakan konsekuensi langsung dari proses perputaran uang dalam perekonomian. Dalam konteks ini, bank sentral melakukan operasi moneter untuk pengendalian uang beredar (M1, M2) melalui pencapaian sasaran operasional uang primer. Di sisi lain, bank-bank perlu mengelola likuiditasnya dalam bentuk cadangan dana yang dapat dipergunakan sewaktu waktu (*bank reserves*) dari sisi aset dan pendanaan dari simpanan masyarakat dalam bentuk uang beredar (M1, M2) dari sisi *liabilities*. Selanjutnya para pelaku ekonomi menyimpan dan

menggunakan uang beredar (M1, M2) untuk kegiatan ekonominya (Warjiyo, 2004:16).

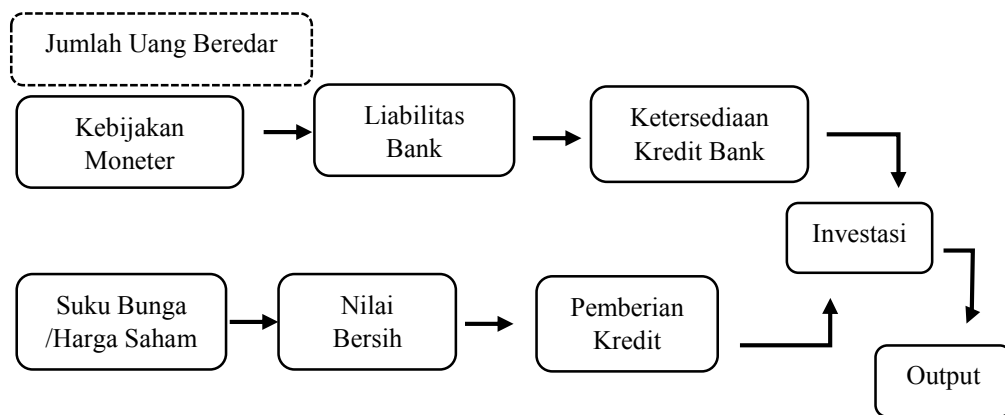
Dengan demikian, mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran uang dimulai dengan tindakan bank sentral mengendalikan uang primer sesuai dengan sasaran akhir yang ingin dicapai. Kemudian uang primer ini, dengan proses *money multiplier*, ditransmisikan ke jumlah uang beredar (M1, M2) sesuai dengan permintaan masyarakat. Pada akhirnya uang beredar akan mempengaruhi berbagai kegiatan ekonomi, khususnya inflasi dan output riil karena peranannya untuk pemenuhan kebutuhan transaksi ekonomi oleh para pelaku ekonomi.

2.1.6.2 Saluran Kredit

Mekanisme transmisi moneter melalui saluran kredit menekankan bahwa pengaruh kebijakan moneter terhadap *output* dan harga terjadi melalui kredit yang diberikan oleh perbankan. Perbedaan antara saluran uang dengan saluran kredit terletak pada tahapan selanjutnya dari proses perputaran uang dalam ekonomi. Saluran kredit lebih menekankan pentingnya pasar kredit dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter yang tidak selalu berada dalam kondisi keseimbangan karena adanya *assymetric information* atau sebab-sebab lain. Dalam kaitan ini, saluran kredit dibedakan menjadi dua saluran, yaitu:

1. Saluran pinjaman bank (*bank lending channel*) yang menekankan pengaruh kebijakan moneter pada kredit karena kondisi keuangan bank, khususnya sisi aset.
2. Saluran neraca perusahaan (*firms balance sheet channel*) yang menekankan pengaruh kebijakan moneter pada kondisi keuangan perusahaan, seperti *cash*

flow dan *leverage* yang selanjutnya mempengaruhi akses perusahaan untuk mendapatkan kredit (Simonangkir, 2014:83).



Sumber: Simonangkir, Iskandar. 2014. *Pengantar Kebanksentralan Teori dan Praktik di Indonesia*

Gambar 2.4
Saluran Kredit

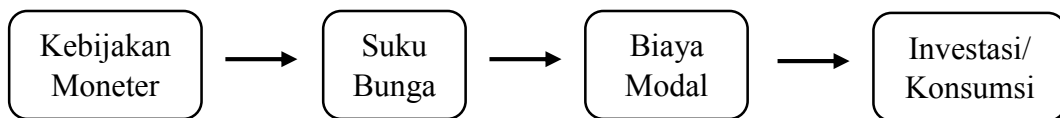
Melalui jalur pinjaman bank, selain sisi aset, sisi liabilitas bank juga merupakan komponen penting dalam mekanisme transmisi moneter. Apabila bank sentral melakukan kebijakan moneter kontraktif, melalui peningkatan rasio Giro Wajib Minimum (GWM), maka cadangan yang ada di bank akan mengalami penurunan sehingga dana yang dapat dipinjamkan oleh bank juga ikut menurun. Apabila ini tidak diatasi dengan penambahan dana atau pengurangan surat-surat berharga, kemampuan bank untuk memberikan pinjaman akan menurun. Hal ini tentu juga berpengaruh pada penurunan investasi dan selanjutnya mendorong penurunan *output*.

Sedangkan melalui jalur neraca perusahaan menekankan bahwa kebijakan moneter yang dilakukan bank sentral akan mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Apabila bank sentral melakukan kebijakan moneter ekspansif, maka suku bunga turun sehingga harga saham perusahaan mengalami peningkatan. Seiring meningkatnya harga saham perusahaan tersebut, meningkat pula nilai pasar

perusahaan dan rasio *leverage* perusahaan menurun, yang selanjutnya akan memperbaiki tingkat kalayakan permohonan kredit yang diajukan oleh perusahaan kepada bank. Kondisi ini mendukung iklim investasi yang meningkat dan pada akhirnya *output* juga meningkat.

2.1.6.3 Saluran Suku Bunga

Berbeda dengan saluran uang dan kredit yang menekankan pada aspek kuantitas dari proses perputaran uang dalam ekonomi, saluran suku bunga lebih menekankan pada pentingnya aspek harga di pasar keuangan. Kebijakan moneter yang ditempuh bank sentral akan berpengaruh terhadap perkembangan berbagai suku bunga di sektor keuangan yang selanjutnya akan berpengaruh pada tingkat inflasi dan *output* riil (Warjiyo, 2004:20).



Sumber: Simonangkir, Iskandar. 2014. *Pengantar Kebanksentralan Teori dan Praktik di Indonesia*

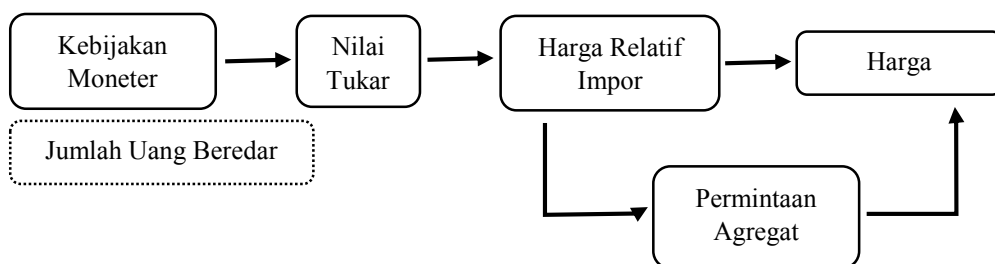
Gambar 2.5
Saluran Suku Bunga

Perubahan suku bunga inilah yang nantinya akan mempengaruhi permintaan agregat. Perubahan ini pula yang pada akhirnya akan mempengaruhi biaya modal (*cost of capital*), yang tentu juga akan mempengaruhi pengeluaran investasi dan konsumsi yang merupakan komponen dari permintaan agregat (Simonangkir, 2014:81). Pengaruh suku bunga terhadap permintaan konsumsi terjadi terutama karena bunga deposito merupakan komponen dari pendapatan masyarakat (*income effect*) dan bunga kredit sebagai pembiayaan konsumsi. Sementara itu, pengaruh suku bunga terhadap permintaan investasi terjadi karena

suku bunga kredit merupakan komponen biaya modal (*cost of capital*). Pengaruh melalui investasi dan konsumsi tersebut selanjutnya akan berdampak pada besarnya permintaan agregat dan pada akhirnya akan menentukan tingkat inflasi dan *output* riil dalam ekonomi.

2.1.6.4 Saluran Nilai Tukar

Pada dasarnya mekanisme transmisi moneter melalui saluran nilai tukar sama seperti saluran suku bunga, yaitu menekankan pentingnya aspek perubahan harga aset finansial terhadap berbagai aktivitas perekonomian. Dalam hal ini, pentingnya saluran nilai tukar dalam transmisi kebijakan moneter terletak pada pengaruh aset finansial dalam valuta asing yang berasal dari hubungan kegiatan ekonomi suatu negara dengan negara lain. Pengaruhnya bukan saja terjadi pada perubahan nilai tukar tetapi juga pada aliran dana yang masuk dan keluar suatu negara yang tercermin dari neraca pembayaran. Semakin terbuka ekonomi suatu negara yang disertai dengan sistem nilai tukar mengambang dan devisa bebas, semakin besar pula pengaruh nilai tukar dan aliran dana luar negeri terhadap perekonomian dalam negeri (Rusdiyana, 2009:351)



Sumber: Simonangkir, Iskandar. 2014. *Pengantar Kebanksentralan Teori dan Praktik di Indonesia*

Gambar 2.6
Saluran Nilai Tukar

Besar kecilnya pengaruh pergerakan nilai tukar bergantung pada sistem nilai tukar yang dianut oleh suatu negara. Misalnya, dalam sistem nilai tukar mengambang, kebijakan moneter ekspansif akan mendorong depresiasi mata uang domestik dan meningkatkan harga barang impor. Hal ini pada akhirnya akan mendorong kenaikan harga barang domestik walaupun tidak terdapat ekspansi disisi permintaan agregat (Simonangkir, 2014:82).

2.1.6.5 Saluran Harga Aset

Perubahan harga aset, baik aset finansial seperti obligasi dan saham maupun aset fisik seperti properti dan emas, banyak dipengaruhi secara langsung oleh kebijakan moneter. Transmisi ini terjadi karena adanya penanaman dana oleh para investor dalam portofolio investasinya pada umumnya tidak saja berupa simpanan di bank dan instrumen lain di pasar uang, tetapi juga dalam bentuk obligasi, saham dan aset fisik. Perubahan suku bunga dan nilai tukar akan berpengaruh pada volume transaksi dan harga obligasi, saham dan aset fisik tersebut. Selanjutnya, perubahan harga aset tersebut akan berdampak pada berbagai aktivitas di sektor riil, seperti permintaan terhadap konsumsi baik karena perubahan kekayaan yang dimiliki (*wealth effect*) maupun karena perubahan tingkat pendapatan yang dikonsumsi akibat perubahan hasil penanaman aset finansial dan fisik (*substitution and income effect*) (Rusydia, 2009:352).

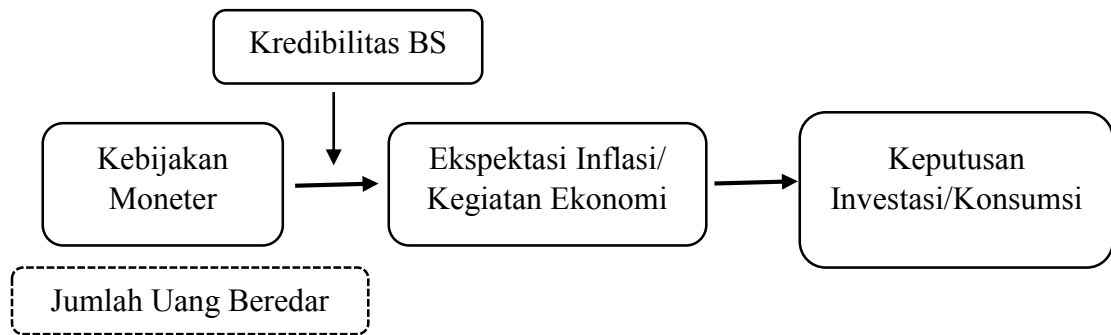
Selain itu, pengaruh harga aset terhadap sektor riil juga terjadi pada permintaan investasi oleh dunia usaha. Ini berkaitan dengan perubahan harga aset tersebut yang memberi dampak terhadap biaya modal yang harus dikeluarkan dalam produksi dan investasi yang pada akhirnya akan mempengaruhi permintaan

agregat dan inflasi. Untuk lebih jelasnya mekanisme transmisi moneter saluran harga asset akan dijelaskan pada subbab 2.1.7.

2.1.6.6 Saluran Ekspektasi

Dengan semakin meningkatnya ketidakpastian pada kondisi perekonomian, semakin penting pula peran saluran ekspektasi (*expectation channel*) dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter. Dalam menentukan tindakan bisnisnya, para pelaku bisnis akan mendasarkan pada prospek ekonomi dan keuangan ke depan. Mereka akan membentuk persepsi tertentu terhadap kecenderungan perkembangan berbagai indikator ekonomi dan keuangan. Di samping persepsi yang bersifat individual, eskpektasi para pelaku ekonomi biasanya juga akan dipengaruhi oleh perkembangan berbagai indikator ekonomi dan keuangan tersebut serta antisipasinya terhadap langkah-langkah kebijakan ekonomi yang ditempuh pemerintah dan bank sentral (Warjiyo, 2004:23).

Mekanisme transmisi melalui saluran ekspektasi menekankan bahwa kebijakan moneter dapat diarahkan untuk mempengaruhi pembentukan ekspektasi mengenai inflasi dan kegiatan ekonomi. Kondisi ini mempengaruhi perilaku para pelaku ekonomi dalam melakukan keputusan konsumsi dan investasi, yang pada akhirnya akan mendorong perubahan permintaan agregat dan inflasi (Simonangkir, 2014:85). Sebagai contoh, ketika bank sentral melakukan kebijakan moneter ekspansif, kenaikan jumlah uang beredar akan mendorong naiknya laju inflasi. Dengan harga-harga yang meningkat, ekspektasi inflasi masyarakat meningkat pula, hingga akhirnya laju inflasi meningkat lebih tinggi jika tidak diatasi dengan kebijakan moneter kontraktif.



Sumber: Simonangkir, Iskandar. 2014. *Pengantar Kebanksentralan Teori dan Praktik di Indonesia*

Gambar 2.6

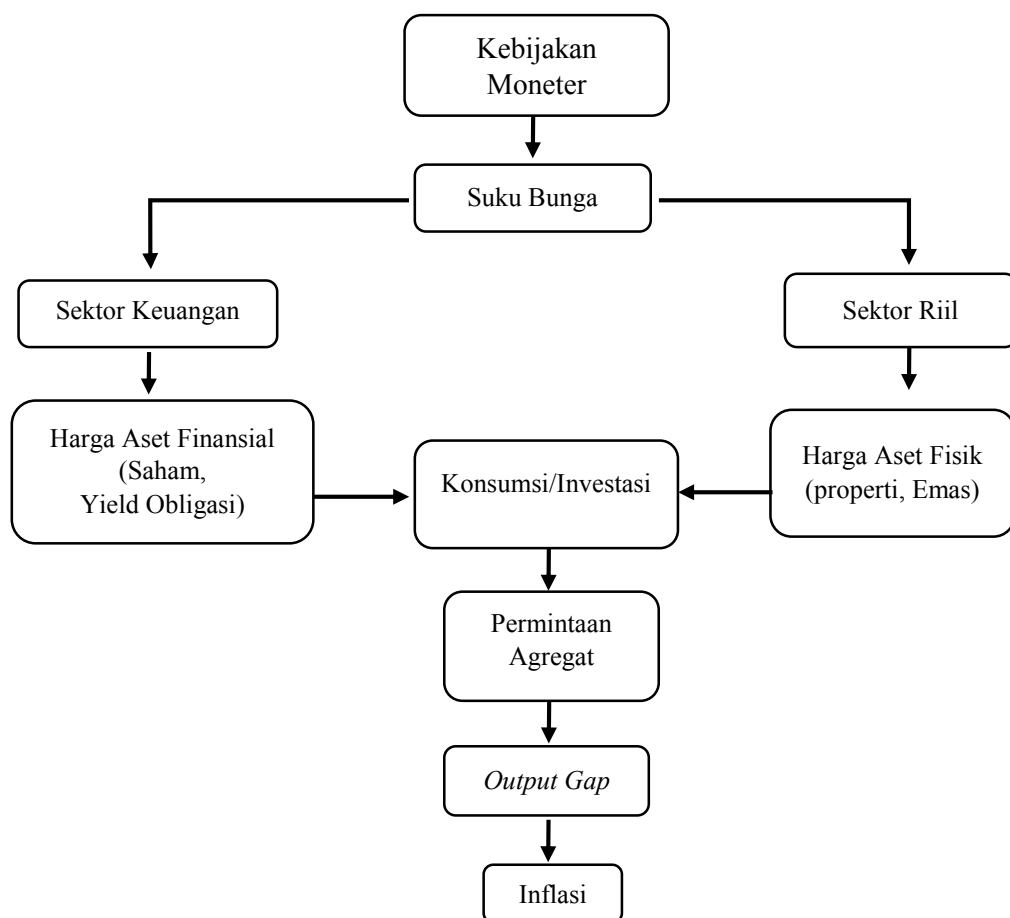
Saluran Ekspektasi

Dengan demikian, semakin kredibel bank sentral dalam menentukan kebijakan moneter, semakin rendah pula deviasi ekspektasi inflasi masyarakat dari sasaran inflasi yang ditetapkan bank sentral, dan karenanya semakin kecil pula distorsi yang ditimbulkannya baik terhadap perkembangan *output* riil maupun efektivitas kebijakan moneter dalam pencapaian sasaran inflasi tersebut.

2.1.7 Transmisi Kebijakan Moneter Saluran Harga Aset

Mekanisme transmisi melalui jalur harga aset menekankan bahwa kebijakan moneter berpengaruh pada perubahan harga aset dan kekayaan masyarakat. Pengaruh kebijakan moneter terhadap perubahan harga aset tersebut selanjutnya akan berdampak pada berbagai aktivitas di sektor riil, yaitu konsumsi dan investasi (Simonangkir, 2014:83). Mekanisme transmisi melalui saluran harga aset ini terjadi melalui pengaruhnya terhadap permintaan konsumsi bagi para investor, baik karena perubahan kekayaan yang dimiliki (*wealth effect*) maupun perubahan tingkat pendapatan yang dikonsumsi (*disposable income*) yang timbul dari penerimaan hasil penanaman aset finansial dan aset fisik tersebut (*substitution and income effects*). Selain itu, pengaruh harga aset terhadap sektor riil juga terjadi pada permintaan investasi oleh perusahaan. Hal ini disebabkan oleh perubahan harga

aset tersebut, baik *yield* obligasi, return saham dan harga aset properti, berpengaruh terhadap biaya modal yang harus dikeluarkan dalam produksi dan investasi oleh perusahaan. Kemudian, pengaruh harga aset pada konsumsi dan investasi tersebut akan mempengaruhi pula permintaan agregat dan pada akhirnya akan menentukan tingkat output riil dan inflasi dalam ekonomi (Warjiyo, 2004:24). Berikut skema mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset:

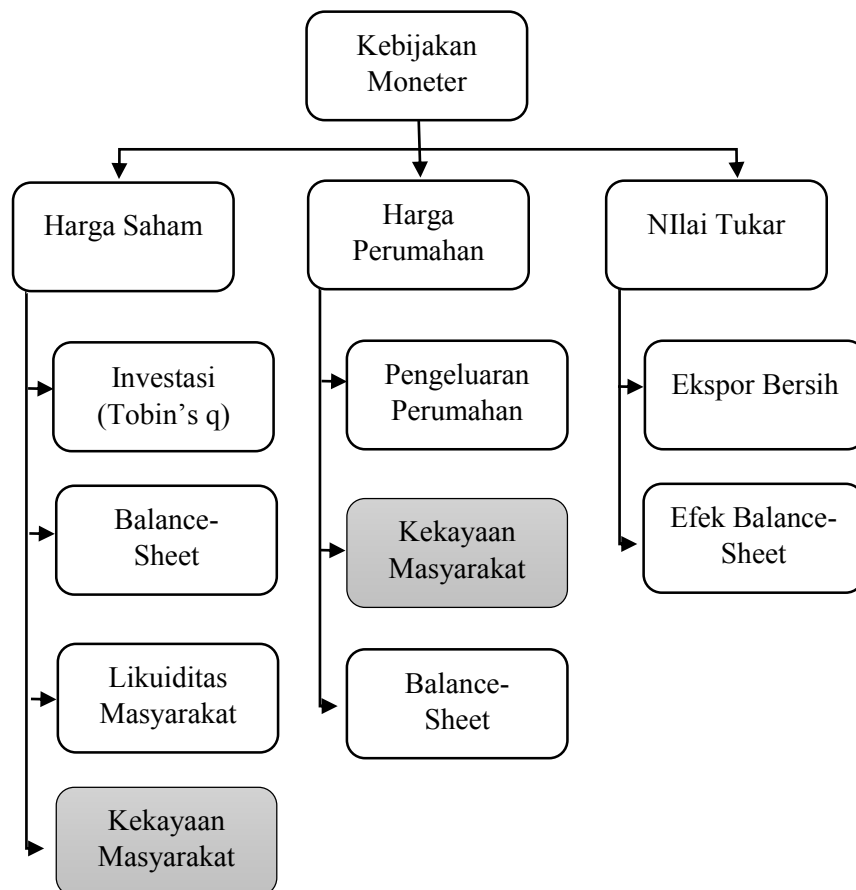


Sumber: Warjiyo, Perry. 2004. *Mekanisme Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia*

Gambar 2.8
Saluran Harga Aset

2.1.8 Teori Efek Kekayaan (*Wealth Effect Channel*)

Dalam literatur transmisi kebijakan moneter, terdapat tiga kategori yang dapat menjelaskan mekanisme transmisi moneter melalui saluran harga aset dapat mempengaruhi perekonomian, yaitu melalui harga saham; harga perumahan; dan nilai tukar (Mishkin, 2001). Tidak berhenti sampai di situ, perubahan harga aset lebih lanjut akan direspon oleh agen-agen dalam perekonomian melalui berbagai macam efek. Secara lebih rinci efek tersebut ditunjukkan oleh Gambar 2.9.



Sumber: Mishkin, Frederic S. 2001. *The Transmission Mechanism and the Role of Asset Price in Monetary Policy*

Gambar 2.9
Efek Kekayaan dalam Saluran Harga Aset

Terkait dengan pengaruh kebijakan moneter terhadap konsumsi maka efek yang relevan dalam menerangkan hal tersebut adalah efek kekayaan masyarakat dengan mekanisme:

Kebijakan Moneter Ekspansif $\rightarrow Pa \uparrow W \uparrow C \uparrow Y \uparrow \dots\dots\dots (2)$

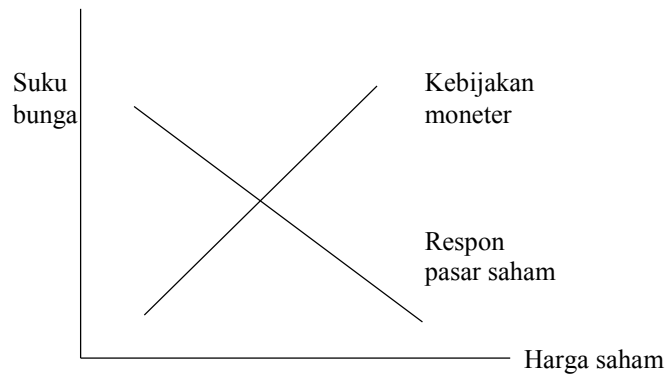
kebijakan moneter ekspansif akan meningkatkan harga aset baik saham maupun perumahan (Pa). Peningkatan harga aset tersebut secara otomatis meningkatkan kekayaan si pemegang aset (W) yang pada akhirnya meningkatkan konsumsi secara agregat (C) serta meningkatkan *output* (Y).

Mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset sebagaimana ditunjukkan persamaan di atas, secara eksplisit menjelaskan bahwa ada dua syarat agar mekanisme tersebut berhasil, yaitu kebijakan moneter harus mampu mempengaruhi harga aset dan perubahan harga aset harus mampu mempengaruhi konsumsi masyarakat (Muslim, 2013:11).

2.1.9 Kebijakan Moneter dan Harga Saham

Menganalisis pengaruh kebijakan moneter terhadap harga saham memiliki kesulitan tersendiri mengingat terdapat masalah endogenitas didalamnya. Kebijakan moneter disatu sisi mempengaruhi harga saham, namun dilain sisi, kebijakan kontraktif bank sentral dilakukan sebagai respon atas peningkatan harga saham (Muslim, 2013:12).

Sebagaimana kasus pada tahun 1999, ketika kebijakan kontraktif yang dilakukan oleh The FED diduga sebagai respon atas “*irrational exuberance*”, yaitu kenaikan harga saham pada pasar saham Amerika (*S&P 500 Index*). Masalah endogenitas tersebut dirangkum dalam gambar berikut:



Sumber: Muslim, Fauzal. 2011. *Analisis Pengaruh Kebijakan Moneter terhadap Konsumsi melalui Jalur Harga Asset*.

Gambar 2.10

Hubungan Kebijakan Moneter dengan Harga Saham

Gambar 2.10 menjelaskan bahwa *-ceteris paribus-* peningkatan suku bunga akan berhubungan dengan penurunan harga saham, sementara itu disaat yang bersamaan, bank sentral akan merespon kenaikan harga pasar saham dengan cara meningkatkan suku bunga. Secara teoritis, pengaruh kebijakan moneter terhadap harga saham diterangkan dalam model yang digambarkan sebagai (Mishkin, 2004):

$$P_0 = \left[\sum_{t=1}^T \frac{D}{(1+k)^t} \right] + \frac{P_{t+h}}{(1+k)^h} \dots\dots\dots (3)$$

P_0 adalah harga saham saat ini, D adalah deviden yang diberikan oleh perusahaan yang menerbitkan saham, k tingkat suku bunga yang digunakan oleh pasar saham untuk mendiskon nilai masa depan, sementara h adalah periode investor dalam memegang sahamnya.

Dari persamaan diatas dapat dilihat bahwa kebijakan moneter dapat mempengaruhi harga saham melalui 2 cara yang berbeda, yaitu mempengaruhi Deviden (D) dan tingkat diskonto (k). Kebijakan moneter dapat mempengaruhi deviden secara tidak langsung yaitu melalui aktivitas perekonomian agregat.

Mekanismenya adalah kebijakan moneter ekspansif akan meningkatkan level aktivitas perekonomian secara menyeluruh, dengan begitu *cash flow* perusahaan-perusahaan akan meningkat sehingga mendorong peningkatan harga saham.

Secara umum, tidak ada teori yang menjelaskan tentang pengaruh harga saham terhadap kebijakan moneter. Perubahan kebijakan moneter terhadap perubahan harga saham pada dasarnya lebih ke arah diskresi untuk menstabilkan pasar keuangan. Untuk menguji hipotesa bahwa kebijakan moneter bereaksi terhadap perubahan harga saham. Rigobon dan Sack (2001) melakukan penelitian yang menghasilkan temuan bahwa kebijakan moneter adalah independen terhadap perubahan harga saham.

2.1.10 Kebijakan Moneter dan Harga Perumahan Residensial

Kebijakan moneter pada dasarnya dapat mempengaruhi permintaan maupun penawaran perumahan. Namun demikian, kebanyakan penelitian membuktikan bahwa pembentukan harga perumahan lebih disebabkan oleh faktor permintaan. Sebagaimana aset riil lainnya, permintaan terhadap aset perumahan dipengaruhi oleh biaya penggunaan modal (*user cost of capital*). Konsep *user cost of capital* menjelaskan bahwa seseorang yang akan melakukan investasi diawali dengan meminjam modal dengan tingkat bunga tertentu. Dengan demikian, perilaku seseorang dalam berinvestasi ditentukan oleh suku bunga dimana peningkatan atau penurunan suku bunga akan berdampak pada penurunan ataupun peningkatan investasi (Muslim, 2013:14).

Kemudian konsep *user cost of capital* menjadi berkembang tidak lagi hanya ditentukan oleh suku bunga saja melainkan oleh tingkat perubahan harga aset dan

tingkat depresiasi aset (Romer, 2006). Dengan mengadopsi konsep tersebut maka fungsi *user cost* dari aset perumahan adalah (Mishkin, 2007):

$$uc = ph[(1 - t)i - \pi h^e + \delta] \dots\dots\dots (4)$$

Dimana ph adalah harga riil aset perumahan pada pasar perumahan, i adalah tingkat suku bunga yang akan menjadi *opportunity cost* bagi para investor yang ingin membeli rumah, t adalah tingkat pajak perumahan, πh^e adalah ekspektasi perubahan harga perumahan di masa datang, dan δ adalah tingkat depresiasi perumahan. Dengan konsep *user cost of capital* pada persamaan diatas, kebijakan moneter dapat mempengaruhi harga perumahan melalui suku bunga.

Mekanismenya adalah ketika bank sentral meningkatkan suku bunga acuan maka akan berdampak pada suku bunga lainnya di pasar perbankan (termasuk suku bunga kredit dan tabungan). Di satu sisi peningkatan di suku bunga kredit akan menyebabkan biaya untuk kredit perumahan semakin mahal dan di sisi lain peningkatan suku bunga tabungan menyebabkan *opportunity cost* dari membeli rumah menjadi tinggi akibatnya permintaan terhadap perumahan semakin menurun dan akhirnya harga perumahan turun.

2.1.11 Harga Aset dan Konsumsi

Dalam rangka menganalisis pengaruh kekayaan terhadap konsumsi, penelitian empiris menggunakan dua jenis kekayaan, yaitu kekayaan finansial dan kekayaan perumahan. Pada dasarnya pengaruh kedua jenis kekayaan tersebut terhadap konsumsi adalah berbeda dari sisi karakter. Beberapa penelitian yang dilakukan oleh Ludwig dan Slok (2004), Drager dan Reimers (2009) menyebutkan bahwa aset finansial memiliki efek lebih signifikan terhadap konsumsi masyarakat.

Sementara beberapa penelitian yang lain dari Sierminska dan Takhtamanova (2007) justru memberikan bukti sebaliknya, yaitu aset perumahan lebih mempengaruhi konsumsi masyarakat. Terdapat beberapa alasan yang menimbulkan perbedaan pengaruh antara aset finansial dan aset perumahan terhadap konsumsi tersebut adalah sebagai berikut:

1. Kenaikan harga aset finansial dipandang oleh masyarakat bersifat sementara (*transitory effect*) sedangkan kenaikan harga dari aset perumahan dipandang lebih bersifat permanen sehingga dalam hal ini kenaikan harga aset perumahan lebih berpengaruh terhadap konsumsi.
2. Terdapat motif ingin mewariskan aset. Motif seperti ini hanya berlaku pada jenis aset perumahan sehingga ada keengganan dari masyarakat untuk menjual rumah yang dimiliki ketika harga naik. Kondisi tersebut pada akhirnya mengakibatkan rendahnya hubungan antara efek kekayaan yang terjadi (karena naiknya harga aset perumahan) dan peningkatan konsumsi masyarakat.
3. Masyarakat sulit memperhitungkan kekayaan yang mereka miliki dan bahkan tidak menyadari bahwa kekayaan mereka telah meningkat, biasanya hal ini terjadi pada pasar perumahan. Sehingga kenaikan harga aset tidak mempengaruhi konsumsi masyarakat.
4. Perumahan disatu sisi dipandang sebagai “penyimpan kekayaan” (tabungan), sementara disisi lain dapat dipandang sebagai barang konsumsi. Dengan demikian kenaikan harga pada perumahan di satu sisi dapat memberikan efek kekayaan (*wealth effect*) pada si pemilik rumah tetapi juga di lain sisi dapat memberikan efek biaya bagi orang yang ingin membeli rumah baru atau orang

yang mengontrak rumah. Sehingga secara agregat efek kenaikan harga perumahan dapat bersifat netral atau bahkan negatif terhadap konsumsi, tergantung dari proporsi masyarakatnya (lebih banyak pemilik rumah atau pengontrak rumah).

5. Perumahan adalah aset yang relatif lebih terdistribusi secara merata dibandingkan dengan aset finansial yang hanya dimiliki sebagian kecil masyarakat, sehingga pengaruh kenaikan harga aset perumahan dinilai lebih memiliki pengaruh kepada konsumsi secara agregat dibandingkan dengan aset finansial.
6. Perumahan juga dapat berfungsi sebagai kolateral bagi masyarakat yang ingin meminjam ke bank. Sehingga kenaikan harga perumahan akan meningkatkan kapasitas meminjam dari masyarakat untuk membiayai konsumsinya.
7. Aset finansial bersifat lebih likuid dibandingkan dengan aset perumahan sehingga kenaikan harga aset finansial lebih cepat dikapitalisasi kedalam bentuk kas untuk membiayai peningkatan konsumsi. Dalam hal ini aset finansial lebih berpengaruh terhadap konsumsi dibandingkan dengan aset perumahan.

2.1.12 Konsumsi dan Inflasi

Salah satu peristiwa modern yang sangat penting dan yang selalu dijumpai di hampir semua negara di dunia adalah inflasi. Inflasi adalah kecenderungan harga-harga dari barang dan jasa untuk naik secara umum dan terus menerus (Mankiw, 2006: 145). Hal ini bukan berarti bahwa harga-harga dari berbagai macam barang atau jasa itu naik dengan presentase yang sama. Mungkin kenaikan tersebut dapat

terjadi tidak bersamaan, yang penting terdapat kenaikan harga umum barang atau jasa secara terus menerus selama satu periode tertentu. Kenaikan yang terjadi sekali saja meskipun dalam presentase yang besar, bukanlah merupakan inflasi. Berdasarkan penyebab terjadinya, inflasi dibedakan menjadi dua macam, yaitu:

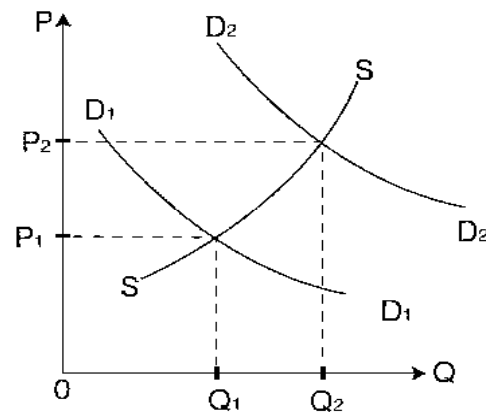
1. *Demand Pull Inflation*

Demand-pull Inflation disebabkan oleh meningkatnya permintaan masyarakat pada barang-barang (*aggregate demand*). Inflasi ini biasanya terjadi pada masa perekonomian yang berkembang dengan pesat. Kesempatan kerja yang tinggi menciptakan tingkat pendapatan yang tinggi dan selanjutnya menimbulkan pengeluaran yang melebihi kemampuan ekonomi memproduksi barang dan jasa. Pengeluaran yang berlebihan ini akan menimbulkan inflasi.

Pada masa perang atau ketidakstabilan politik yang terus menerus *demand pull inflation* juga dapat terjadi. Dalam masa seperti ini pemerintah berbelanja jauh melebihi pajak yang dipungutnya. Untuk membiayai kelebihan pengeluaran tersebut pemerintah terpaksa mencetak uang atau meminjam dari bank sentral. Pengeluaran pemerintah yang berlebihan dapat menyebabkan permintaan agregat akan melebihi kemampuan ekonomi menyediakan barang dan jasa keadaan ini akan menimbulkan inflasi.

Selain itu, adanya pengaruh yang signifikan antara konsumsi terhadap inflasi mengindikasikan bahwasannya konsumsi memiliki peranan penting dalam pembentukan inflasi di Indonesia. Terjadinya peningkatan konsumsi akan menyebabkan terjadinya peningkatan permintaan agregat. Sesuai dengan teori *Demand-Pull Inflation*, peningkatan *Agregat Demand (AD)* akan menyebabkan

terjadinya peningkatan harga (inflasi). Sebaliknya, penurunan AD akan menyebabkan penurunan harga (Nur, Ermon Muh. 2012). Inflasi karena efek permintaan digambarkan dalam gambar berikut:



Sumber: Mankiw Gregory. 2006. *Pengantar Ekonomi Makro*

Gambar 2.11

Demand Pull Inflation

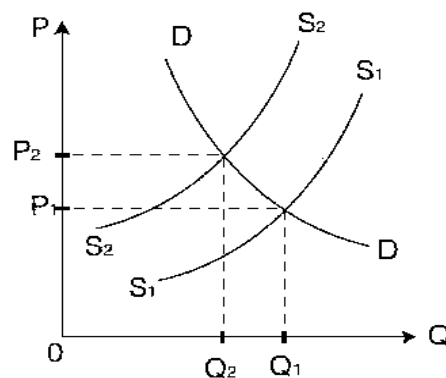
2. Cost Push Inflation

Cost push inflation terjadi karena kenaikan biaya produksi yang disebabkan oleh beberapa hal, diantaranya:

1. Mata uang terdepresiasi.
2. Dampak inflasi luar negeri terutama negara- negara partner dagang,
3. Peningkatan harga-harga komoditi yang diatur pemerintah (*administered price*)
4. *Negative supply shocks* akibat bencana alam dan terganggunya distribusi.

Inflasi ini berlaku dalam masa perekonomian berkembang pesat ketika tingkat pengangguran sangat rendah. Apabila perusahaan-perusahaan masih menghadapi permintaan yang bertambah, mereka akan berusaha menaikkan

produksi dengan cara memberikan gaji atau upah yang lebih tinggi kepada pekerjanya dan mencari pekerja baru dengan tawaran pembayaran yang lebih tinggi. Langkah ini mengakibatkan biaya produksi meningkat, yang akhirnya akan menyebabkan kenaikan harga-harga berbagai barang. Inflasi yang disebabkan oleh biaya digambarkan dalam gambar berikut:



Sumber: Mankiw, Gregory. 2006. *Pengantar Ekonomi Makro*.

Gambar 2.12

Cost Push Inflation

2.2 Penelitian Sebelumnya

Sebagaimana dijelaskan pada bagian pendahuluan bahwa penelitian mengenai pengaruh kebijakan moneter melalui jalur harga aset terhadap konsumsi lebih didominasi oleh penelitian yang menggunakan sampel negara maju. Disamping itu penelitian tersebut juga lebih banyak menggunakan satu jenis aset daripada menggunakan keduanya (aset finansial dan aset perumahan). Berikut disajikan beberapa penelitian terkait dengan mekanisme transmisi moneter saluran harga aset yang memuat beberapa persamaan dan perbedaan sebagai gambaran dan perbandingan tentang hasil penelitian ini:

Tabel 2.2
Penelitian Sebelumnya

Peneliti	Judul dan Hasil Penelitian	Persamaan	Perbedaan
Tuuli koivu (2011)	<i>Monetary policy, asset price and consumption in China.</i> Hasilnya menunjukkan bahwa: 1. Perubahan harga aset memang mempengaruhi konsumsi masyarakat perkotaan di Cina 2. Harga saham relatif lebih cepat merespon perubahan pada kebijakan moneter dibandingkan dengan harga perumahan 3. secara keseluruhan dampak transmisi kebijakan moneter melalui jalur harga aset terhadap konsumsi adalah sangat lemah	1. Menganalisis jalur yang sama yaitu jalur harga aset efek kekayaan 2. Variabel sama	1. Teknik analisis menggunakan SVAR 2. Periode penelitian berbeda.
Toumas A. Peltonen et al (2012)	<i>Wealth effect in emerging market economies</i> Hasilnya menunjukkan bahwa: 1. Efek kekayaan pada pasar saham dan perumahan di Amerika latin cenderung kecil 2. Efek kekayaan rumah tangga cenderung meningkat di Negara berkembang asia 3. Efek kekayaan rumah tangga lebih relevan untuk Negara dengan kapitalisasi pasar saham yang kecil	1. Jalur harga aset	1. Teknik OLS dan GMM
Hashem E. Abouwafa dan Marcus J. Chambers (2014)	<i>Monetary policy, exchange rates and stock price in the Middle East Region</i> Hasilnya menunjukkan bahwa: Harga saham memiliki peran yang cukup besar dalam mempengaruhi permintaan agregat	1. Jalur harga aset	1. Teknik yang digunakan SVAR 2. Beberapa variabel berbeda
Fauzal Muslim (2013)	Analisis pengaruh kebijakan moneter terhadap konsumsi melalui jalur harga aset Hasilnya menunjukkan bahwa: Kebijakan moneter berpengaruh pada harga saham. Sedangkan respon respon harga perumahan negatif	1. Menganalisis jalur yang sama yaitu jalur harga aset 2. Beberapa variabel sama	1. Menggunakan SVAR 2. Periode pengamatan berbeda 3. Proksi aset finansial berbeda
Medi Nopiana (2011)	Analisis Jalur Harga Aset Properti dalam Transmisi Kebijakan Moneter di Indonesia Hasilnya menunjukkan bahwa Kebijakan moneter melalui suku bunga acuan tidak dapat memengaruhi perubahan harga aset perumahan dan lebih lanjut perubahan harga aset perumahan juga tidak dapat memengaruhi konsumsi masyarakat	1. Teknik sama, VECM 2. Tidak ada variabel pendapatan 3. Variabel konsumsi merupakan konsumsi agregat	1. Beberapa variabel berbeda 2. Hanya menggunakan satu aset saja sebagai proksi efek kekayaan

Sumber: Data diolah.

2.3 Hipotesis dan Metode Analisis

2.3.1 Hipotesis

1. Diduga ada pengaruh negatif dari guncangan (*shock*) variabel tingkat suku bunga Bank Indonesia (*BI Rate*) terhadap variabel *Jakarta Islamic Index* (JII) dan Indeks Harga Perumahan Residensial (IHPR).
2. Diduga ada pengaruh positif dari guncangan (*shock*) variabel *Jakarta Islamic Index* (JII) dan Indeks Harga Perumahan Residensial (IHPR) terhadap variabel tingkat pendapatan disposabel perkapita pertahun (PEND).
3. Diduga ada pengaruh positif dari guncangan (*shock*) variabel tingkat pendapatan disposabel perkapita pertahun (PEND) terhadap rata-rata konsumsi perkapita pertahun (KONS).
4. Diduga ada pengaruh positif dari guncangan (*shock*) variabel rata-rata konsumsi perkapita pertahun (KONS) terhadap variabel Indeks Harga Konsumen (IHK).

2.3.2 Model Analisis

Model analisis dalam penelitian ini adalah model VECM. Hal ini didasari oleh pertimbangan bahwa adanya masalah endogenitas dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter. Mengingat metode VECM mampu mengakomodir data yang mengandung endogenitas dengan memperlakukan seluruh variabel dalam penelitian ini menjadi variabel endogen. Model estimasi VECM ini dapat dimodelkan dengan rumusan jangka panjang dan jangka pendek sebagai berikut:

$$\underbrace{\begin{bmatrix} \Delta y_{1t} \\ \Delta x_{1t} \\ \Delta x_{2t} \\ \Delta x_{3t} \\ \Delta x_{4t} \\ \Delta x_{5t} \end{bmatrix}}_{\text{Persamaan jangka pendek}} = \underbrace{\begin{bmatrix} \Delta y_{1t-1} \\ \Delta x_{1t-1} \\ \Delta x_{2t-1} \\ \Delta x_{3t-1} \\ \Delta x_{4t-1} \\ \Delta x_{5t-1} \end{bmatrix}}_{\text{Persamaan jangka panjang}} + \underbrace{\begin{bmatrix} \alpha_{1t} \\ \alpha_{2t} \\ \alpha_{3t} \\ \alpha_{4t} \\ \alpha_{5t} \\ \alpha_{6t} \end{bmatrix}}_{\text{Persamaan jangka panjang}} \times \underbrace{[\beta_{11} \beta_{21} \beta_{31} \beta_{41} \beta_{51} \beta_{61}]}_{\text{Persamaan jangka panjang}} \times \underbrace{\begin{bmatrix} y_{1t-1} \\ x_{1t-1} \\ x_{2t-1} \\ x_{3t-1} \\ x_{4t-1} \\ x_{5t-1} \end{bmatrix}}_{\text{Persamaan jangka panjang}}$$

Persamaan jangka pendek

Persamaan jangka panjang

IHK, BI Rate, IHPR, JII, Konsumsi dan Pendapatan. Pada persamaan jangka pendek tersebut hubungan dari vektor Δy_{1t-1} , Δx_{1t-1} , Δx_{2t-1} , Δx_{3t-1} , Δx_{4t-1} dan Δx_{5t-1} yang merupakan vektor dari variabel IHK, BI Rate, IHPR, JII, Konsumsi dan Pendapatan pada lag optimal dengan hubungan jangka panjangnya. Sedangkan pada persamaan jangka panjangnya, vektor α_{1t} , α_{2t} , α_{3t} , α_{4t} , α_{5t} dan α_{6t} merupakan vektor parameter kointegrasi yang diperoleh dari hasil estimasi VECM.

Pada persamaan jangka panjang α dan β menunjukkan seberapa cepatnya persamaan jangka panjang pada y_{1t-1} , x_{1t-1} , x_{2t-1} , x_{3t-1} , x_{4t-1} dan x_{5t-1} yaitu dapat disesuaikan oleh jangka panjangnya dan terkointegrasi. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\underbrace{\begin{bmatrix} \Delta IHK_t \\ \Delta BI\ Ratet \\ \Delta IHPR_t \\ \Delta JII_t \\ \Delta KONSt \\ \Delta PEND_t \end{bmatrix}}_{\text{Persamaan jangka pendek}} = \Gamma \underbrace{\begin{bmatrix} \Delta IHK_{t-1} \\ \Delta BI\ Ratet-1 \\ \Delta IHPR_{t-1} \\ \Delta JII_{t-1} \\ \Delta KONSt-1 \\ \Delta PEND_{t-1} \end{bmatrix}}_{\text{Persamaan jangka panjang}} + \underbrace{\begin{bmatrix} \alpha IHK \\ \alpha BI\ Rate \\ \alpha IHPR \\ \alpha JII \\ \alpha KONS \\ \alpha PEND \end{bmatrix}}_{\text{Persamaan jangka panjang}} \times \underbrace{[\beta IHK \ \beta BI\ Rate \ \beta IHPR \ \beta JII \ \beta KONS \ \beta PEND]}_{\text{Persamaan jangka panjang}} \times \underbrace{\begin{bmatrix} IHK_{t-1} \\ BI\ Ratet-1 \\ IHPR_{t-1} \\ JII_{t-1} \\ KONSt-1 \\ PEND_{t-1} \end{bmatrix}}_{\text{Persamaan jangka panjang}}$$

Persamaan jangka pendek

Persamaan jangka panjang

Dimana:

BI Ratet : Suku Bunga Bank Indonesia pada periode t

IHKt : Indeks Harga Konsumen pada periode t

IHPRt : Indeks Harga Properti Residensial pada periode t

JII t : *Jakarta Islamic Index* pada periode t

KONSt : Konsumsi Rumah Tangga Perkapita Pertahun pada periode t

PENDt : Pendapatan Disposabel perkapita pertahun pada periode t

Γ_j : Koefisien matriks

α : Matriks dari koefisien *error corection*

α, β : Kombinasi linear elemen xt yang dipengaruhi oleh *shock transistor*

2.4 Kerangka Berpikir

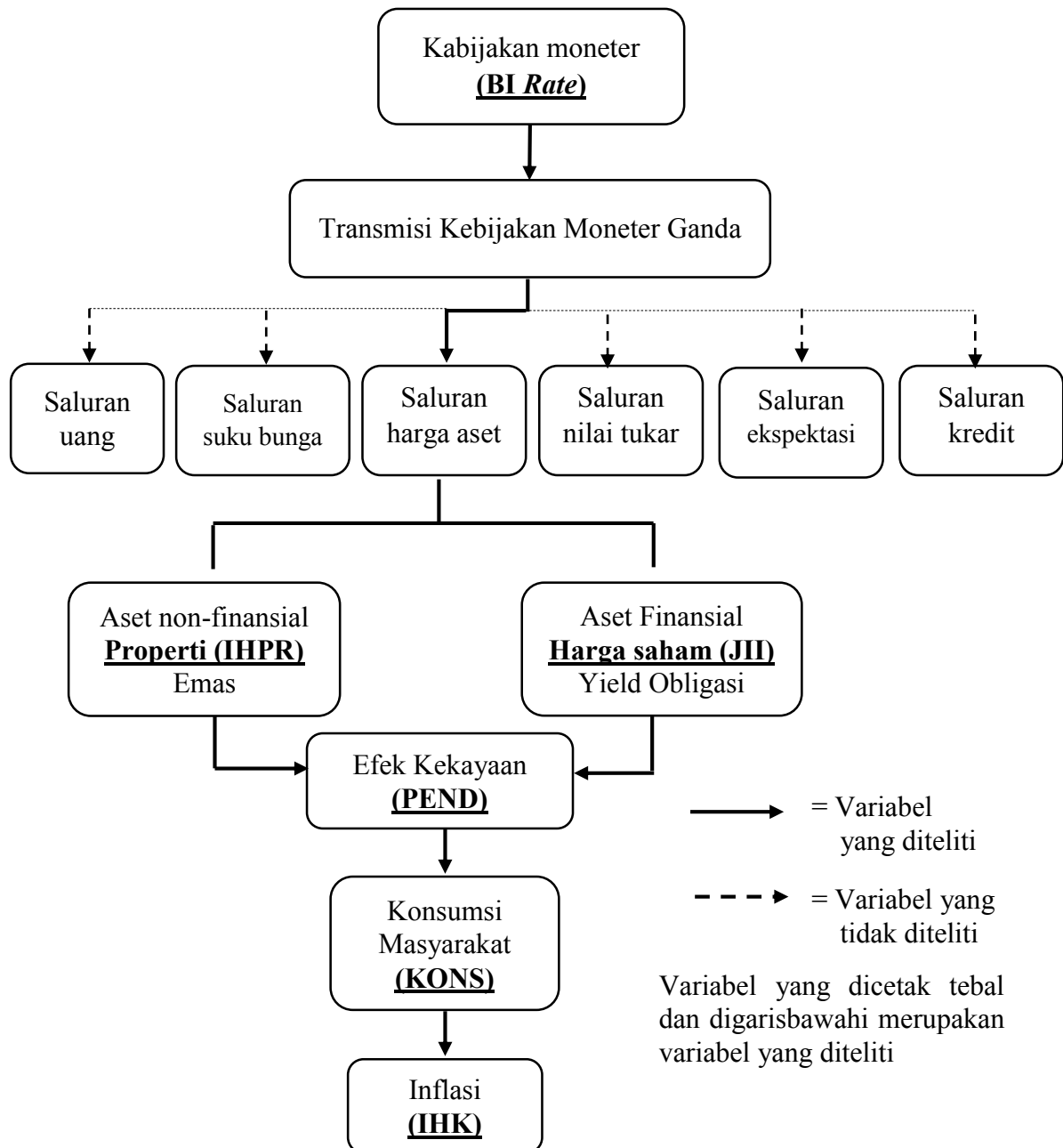
Sejak terbitnya undang-undang nomor 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia, pasal 1 ayat 7 dan pasal 11, Bank Indonesia menerapkan sistem moneter ganda, yakni sistem moneter konvensional dan syariah. Undang-undang ini menjadi acuan bagi Bank Indonesia selaku pengambil keputusan untuk menerapkan kebijakan moneternya secara konvensional maupun dengan prinsip-prinsip syariah.

Bank Indonesia dapat menggunakan baik instrumen konvensional maupun instrumen syariah. Instrumen-instrumen ini yang nantinya dapat mempengaruhi kondisi perekonomian dapat mencapai tujuan tersebut dengan melalui sebuah mekanisme. Mekanisme ini oleh para ekonom disebut sebagai mekanisme transmisi kebijakan moneter.

Salah satu saluran transmisi kebijakan moneter yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah saluran harga aset. Mekanisme transmisi melalui jalur harga aset menekankan bahwa kebijakan moneter berpengaruh pada perubahan harga aset dan kekayaan masyarakat. Pengaruh kebijakan moneter terhadap perubahan harga aset tersebut selanjutnya akan berdampak pada berbagai aktivitas di sektor riil, yaitu konsumsi dan investasi yang nantinya akan berdampak pula terhadap inflasi (Simonangkir, 2004).

Dengan menggunakan variabel *BI Rate* sebagai proksi kebijakan moneter, *IHPR* sebagai proksi harga aset non-finansial, *JII* sebagai proksi aset finansial, pendapatan disposabel perkapita pertahun sebagai proksi pendapatan (efek kekayaan) dan rata-rata konsumsi perkapita pertahun sebagai proksi konsumsi masyarakat serta *IHK* sebagai proksi Inflasi.

Variabel *BI Rate* digunakan karena diyakini lebih mampu menunjukkan kebijakan moneter yang sedang diterapkan di Indonesia karena setiap bulan dalam Rapat Dewan Gubernur Bank Indonesia, besaran *BI Rate* selalu ditinjau ulang. Berikut adalah kerangka berpikir dalam penelitian ini:



Gambar 2.13
Kerangka Berpikir

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Pendekatan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah yang telah ditentukan, penelitian ini bertujuan untuk menguji kesesuaian antara teori ekonomi dengan fakta yang terjadi. Menurut Indriantoro (1999:70) bahwa tujuan penelitian kuantitatif adalah untuk menguji sebuah teori atau verifikasi teori, meletakkan teori secara deduktif, kemudian menjadikan sebagai landasan dalam hal penemuan dan pemecahan masalah penelitian. Oleh karena itu, pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif.

Teknik analisis dengan menggunakan metode VAR/VECM merupakan teknik yang sesuai, mengingat adanya permasalahan endogenitas dalam penelitian ini. Hasil penelitian didapat dari pengujian dengan metode VAR/VECM melalui pengolahan data sekunder yang diambil sampelnya dari berbagai literatur, baik buku maupun *website-website* resmi yang dipublikasikan melalui media internet. Setelah didapatkan hasil penelitian, kemudian dilakukan penyimpulan atau interpretasi. Selanjutnya, kesimpulan yang dihasilkan dari penelitian ini akan digeneralisasikan terhadap populasinya.

3.2. Identifikasi Variabel

Arikunto (2013:161) mengartikan variabel sebagai objek penelitian atau sesuatu yang menjadi titik perhatian dalam suatu penelitian. Berdasarkan rumusan masalah yang telah disebutkan dan tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini,

maka variabel dalam penelitian ini diperlakukan sama, yaitu menjadikan seluruh variabel menjadi variabel endogen.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini merupakan variabel yang berbeda namun menunjukkan proksi yang sama dengan variabel yang digunakan dalam penelitian dari jurnal yang penulis replika, yakni penelitian yang dilakukan oleh Koivu (2011) dengan judul *Monetary policy, asset price and consumption in China*. Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Pendapatan disposabel perkapita pertahun sebagai proksi dari pendapatan rumah tangga (PEND).
2. Rata-rata konsumsi rumah tangga perkapita pertahun sebagai proksi dari konsumsi masyarakat (KONS).
3. Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) sebagai proksi dari harga aset non-finansial.
4. Jakarta *Islamic Index* (JII) sebagai proksi dari harga aset finansial.
5. Suku bunga Bank Indonesia (*BI Rate*) sebagai proksi dari kebijakan moneter.
6. Indeks Harga Konsumen (IHK) sebagai proksi dari inflasi.

3.3. Definisi Operasional Variabel

Sugiyono (2000) dalam Anshori dan Iswati (2009:57) mengatakan bahwa variabel merupakan sesuatu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari sehingga diperoleh informasi tentang hal tersebut kemudian ditarik kesimpulannya. Agar dalam proses pengambilan keputusan tidak menimbulkan bias atau multitafsir, maka diperlukan batasan dan definisi yang jelas dari setiap variabel yang diteliti.

Dalam penelitian ini diberikan batasan dan pengertian dari masing-masing variabel yang digunakan sebagai berikut:

1. Pendapatan Disposabel Perkapita Pertahun (PEND)

Pendapatan Disposabel merupakan maksimum pendapatan yang tersedia dan dapat digunakan oleh masyarakat untuk membiayai konsumsi atau untuk meningkatkan kekayaan. Dengan kata lain pendapatan disposabel adalah pendapatan yang siap dibelanjakan. Sedangkan pendapatan disposabel rumah tangga perkapita pertahun merupakan pendapatan disposabel rumah tangga nasional yang dibagi dengan jumlah penduduk Indonesia dalam satu tahun.

Data dengan format bulanan dari bulan Juli tahun 2005 hingga bulan Desember tahun 2014 diperoleh dari laporan Produk Domestik Bruto yang diterbitkan oleh Badan Pusat Statistik (BPS) dengan satuan ribu rupiah.

2. Rata-rata Konsumsi Perkapita Pertahun (KONS)

Pengeluaran konsumsi rumah tangga terdiri dari pengeluaran atas pembelian berbagai produk barang dan jasa oleh rumah tangga (termasuk lembaga swasta nirlaba yang melayani rumah tangga) yang bersifat makanan dan non-makanan dengan tujuan dikonsumsi selama periode satu tahun. Rumah tangga yang dimaksud adalah rumah tangga yang berada pada wilayah domestik suatu negara, baik penduduk negara tersebut maupun penduduk negara lain yang sudah merupakan residen negara Indonesia.

Data rata-rata konsumsi perkapita pertahun dalam penelitian ini menggunakan tahun 2000 sebagai tahun dasar perhitungannya (ADHK 2000). Data dengan format bulanan dari bulan Juli tahun 2005 hingga bulan Desember tahun 2014 diperoleh

dari laporan Produk Domestik Bruto Indonesia menurut Pengeluaran yang diterbitkan oleh Badan Pusat Statistik (BPS) dengan satuan ribu rupiah.

3. Indeks Harga Properti Residensial (IHPR)

Data IHPR dengan format bulanan didapat dari Bank Indonesia. IHPR merupakan perwujudan indeks harga properti residensial dari survei di 14 kota besar di Indonesia yang dianggap mewakili harga tanah atau bangunan. Variabel ini merupakan proksi dari aset non-finansial berupa harga perumahan atau properti, yang dihitung sesuai perubahan harga properti dari pengembang di 14 kota besar di Indonesia dengan tahun dasar 2002. Data dengan format bulanan dari bulan Juli tahun 2005 hingga bulan Desember tahun 2014 diperoleh dari Bank Indonesia dengan satuan angka indeks.

4. *Jakarta Islamic Index* (JII)

Jakarta Islamic Index (JII) adalah indeks bursa saham atau index harga rata-rata saham yang mulai dibuat pada tanggal 3 Juli 2000 untuk memfasilitasi perdagangan perusahaan publik yang dijalankan sesuai prinsip syariah. Dalam setiap periodenya, saham yang masuk JII berjumlah 30 saham yang memenuhi kriteria syariah.

JII menggunakan hari dasar tanggal 1 Januari 1995 dengan nilai dasar 100. Metodologi perhitungan JII sama dengan yang digunakan untuk menghitung IHSG yaitu berdasarkan *Market Value Weighed Average Index* dengan menggunakan formula Laspeyres. Dengan bentuk rumus sebagai berikut:

$$JII = \frac{\sum(PxQ)}{Nd} \times 100$$

Keseluruhan data JII dalam penelitian ini, dari bulan Juli tahun 2005 hingga bulan Desember tahun 2014 diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan satuan angka indeks.

5. Suku Bunga Bank Indonesia (*BI Rate*)

BI Rate merupakan suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dalam Rapat Dewan Gubernur setiap bulannya dan diumumkan kepada publik. Data dengan format bulanan dari bulan Juli tahun 2005 hingga bulan Desember tahun 2014 diperoleh dari Bank Indonesia dengan satuan persen.

6. Indeks Harga Konsumen (IHK)

IHK adalah harga sekelompok barang dan jasa relatif terhadap harga sekelompok barang dan jasa yang sama pada tahun dasar (2010=100) yang merupakan cerminan dari harga rata-rata dari barang dan jasa secara umum yang dikonsumsi oleh rumah tangga. Data dengan format bulanan dari bulan Juli tahun 2005 hingga bulan Desember tahun 2014 diperoleh dari Badan Pusat Statistik (BPS) dengan satuan angka indeks.

3.4. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dalam bentuk data *time series* dengan format bulanan. Data sekunder adalah data yang diperoleh dari suatu perusahaan atau organisasi dalam bentuk yang sudah jadi dan dipublikasikan.

Data-data yang diperlukan dalam penelitian ini bersumber dari laporan Produk Domestik Bruto menurut penggunaan yang diterbitkan oleh Badan Pusat

Statistik untuk data pendapatan disposabel perkapita pertahun dan rata-rata konsumsi perkapita pertahun, sedangkan untuk data IHK diperoleh dari *website* BPS (www.bps.go.id), kemudian laporan *IDX Monthly Statistics* yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia untuk data JII yang diunduh dari *website* (www.idx.co.id), selanjutnya laporan Survei Harga Properti Residensial yang diterbitkan oleh Bank Indonesia untuk data IHPR dan mengunduh dari *website* Bank Indonesia (www.bi.go.id) untuk data *BI Rate*.

3.5. Prosedur Pengumpulan Data

3.5.1 Populasi

Nazir (2003) dalam Anshori dan Iswati (2009, 92) mengartikan populasi adalah kumpulan dari individu yang mempunyai kualitas dan ciri-ciri yang telah ditetapkan. Anshori dan Iswati (2009, 92) mengartikan bahwa “populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya”.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh data ekonomi makro dengan format bulanan yang berhubungan dengan mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset di Indonesia.

3.5.2 Sampel

Menurut Anshori dan Iswati (2009, 94), sampel adalah bagian dari populasi dengan karakteristik dan jumlah yang dimiliki oleh populasi. Arikunto (2013:174) mengartikan sampel sebagai wakil atau bagian dari populasi yang diteliti.

Penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *proporsive sample*, yakni pengambilan sampel didasarkan pada tujuan tertentu dengan memperhatikan ciri-ciri dan karakteristik populasi (Arikunto. 2013:165). Sehingga sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah data makro ekonomi yang berhubungan dengan mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset melalui efek kekayaan.

3.5.3 Proses Pengumpulan Data

Pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode studi pustaka dan dokumentasi dengan melalui tahap-tahap sebagai berikut:

1. Tahap pertama: dilakukan studi pustaka dengan mengumpulkan beberapa teori yang berkaitan dengan variabel-variabel yang diteliti. Teori-teori ini diperlukan untuk membangun alur berpikir. Teori-teori didapat dari literatur dan penelitian-penelitian sebelumnya.
2. Tahap kedua: dilakukan pengumpulan data sekunder yang diperlukan, yaitu: data pendapatan disposabel perkapita pertahun, konsumsi rumah tangga perkapita pertahun, BI *rate*, JII, IHPR, Indeks Harga Konsumen (IHK) (sumber masing-masing data dijelaskan dalam subbab 3.4).

3.6. Teknik Analisis

Proses analisis data hingga pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan metode VAR/VECM dengan bantuan program Microsoft Excel 2013 dan EViews versi 8.1. Metode VAR/VECM digunakan karena metode ini memiliki kemampuan yang tidak dimiliki oleh metode lainnya, yakni kemampuan untuk merekam masalah endogenitas dalam sebuah model penelitian.

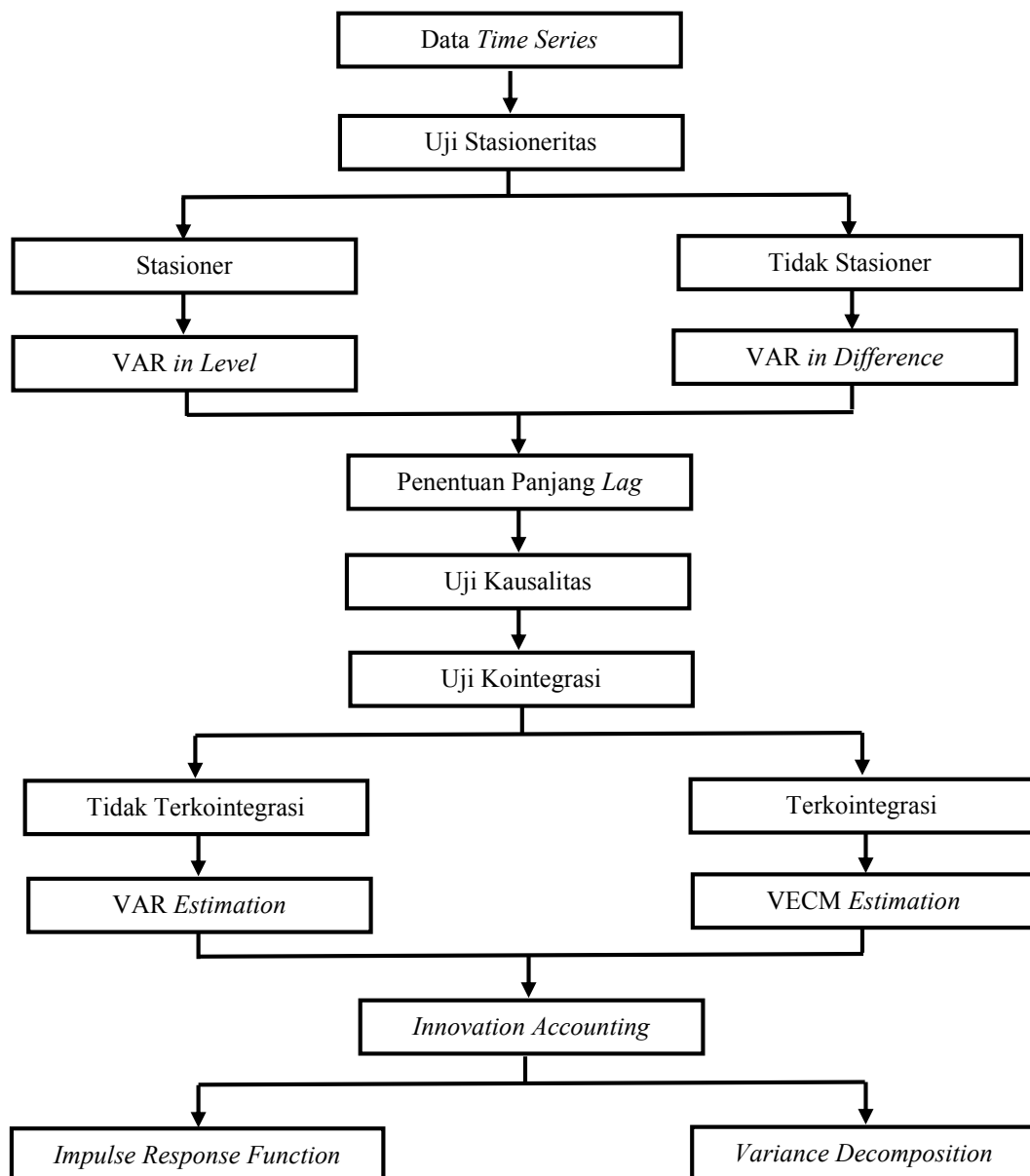
Penelitian ini akan menggunakan metode VAR jika data yang digunakan adalah stasioner dan tidak terdapat kointegrasi atau pendekatan VECM jika data yang digunakan diketahui stasioner dan terdapat kointegrasi.

3.6.1 Analisis *Vector Autoregression* (VAR)

Permasalahan dalam penelitian ini akan dianalisis dengan menggunakan metode *Vector Autoregression*. Secara sederhana, VAR menggambarkan hubungan yang saling menyebabkan (kausalitas) antar variabel dalam model, dengan menambahkan intersep. Metode ini mulai dikembangkan oleh Sims pada tahun 1980 (Hasanah, 2007) yang mengasumsikan bahwa semua variabel dalam model bersifat endogen (ditentukan di dalam model) sehingga metode ini disebut sebagai model yang a teoritis (tidak berdasar teori).

Apabila data yang digunakan stasioner pada turunan pertama dan memiliki kointegrasi maka model VAR akan dikombinasikan dengan model koreksi kesalahan menjadi *Vector Error Correction Model* (VECM). Analisis *impulse response function* dilakukan untuk melihat respon suatu variabel endogen terhadap guncangan variabel lain dalam model.

Pembentukan model VAR diawali dengan uji stasioneritas data, dimana model VAR biasa (*unrestricted VAR*) akan diperoleh apabila data telah stasioner pada tingkat level. Namun jika data tidak stasioner pada tingkat level tetapi stasioner pada proses diferensiasi yang sama, maka harus dilakukan uji kointegrasi untuk mengetahui apakah data tersebut mempunyai hubungan dalam jangka panjang atau tidak. Tahapan-tahapan dalam analisis VAR akan dijelaskan seperti pada gambar berikut:



Sumber: Hadiati, Diah. 2010. *Analisa Vector Error Correction Model (VECM) pada Hubungan Penyaluran Kredit, Kapitalisasi Pasar Modal dan Suku Bunga terhadap Pertumbuhan Ekonomi*

Gambar 3.1
Tahapan Analisis VAR/VECM

3.6.1.1 Uji Stasioneritas

Uji stasioneritas merupakan langkah pertama dalam membangun model VAR guna memastikan bahwa data yang digunakan adalah data yang stasioner

sehingga hasil regresi yang dihasilkan tidak menggambarkan hubungan variabel yang nampaknya signifikan secara statistik namun dalam kenyataannya tidak demikian (*spurious*) Gujarati (2003). Stasioneritas data dilihat dengan menggunakan uji formal, yakni Uji Akar Unit (*unit root test*) yang diperkenalkan oleh David Dickey dan Wayne Fuller, dengan tujuan untuk mengetahui apakah data *time series* stasioner atau tidak, mengingat studi terhadap data yang tidak stasioner hanya dapat dilakukan pada waktu yang bersangkutan saja.

Lebih khusus, penelitian ini akan menggunakan *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) test dan Phillips-Perron (PP) untuk menguji stasioneritas masing-masing variabel. Hasil dari uji ADF dan PP akan dibandingkan dengan McKinnon *Critical Value*. Dengan menggunakan kriteria uji ADF sebagai berikut:

Hipotesis 0 adalah data tersebut tidak stasioner dengan kriteria uji:

1. Jika P-value ADF $> \alpha$, maka H0 tidak ditolak, artinya data tersebut tidak stasioner.
2. Jika P-value ADF $< \alpha$, maka H0 ditolak, artinya data tersebut stasioner.

Sedangkan untuk uji PP menggunakan kriteria sebagai berikut:

1. Jika P-value PP $> \alpha$, maka H0 tidak ditolak, artinya data tersebut tidak stasioner.
2. Jika P-value PP $< \alpha$, maka H0 ditolak, artinya data tersebut stasioner.

3.6.1.2 Uji Lag Optimum

Tahap penting yang harus dilakukan dalam menggunakan model VAR adalah menentukan panjang *lag* optimal. *Lag* berguna untuk menunjukkan berapa lama reaksi suatu variabel terhadap variabel lainnya dan untuk menghilangkan masalah autokorelasi dalam sebuah sistem VAR (Firdaus, 2011).

Penentuan jumlah *lag* (ordo) yang akan digunakan dalam model VAR dapat ditentukan berdasarkan kriteria *Akaike Information Criterion* (AIC) dan *Schwarz Information Criterion* (SC). *Lag* yang akan dipilih dalam penelitian ini adalah model dengan nilai AIC yang paling kecil. Dalam tahapan ini pula dilakukan uji stabilitas model VAR. Penentuan *lag* optimum dan uji stabilitas VAR dilakukan terlebih dahulu sebelum melalui tahap uji kointegrasi (Rusdiyana, 2009:357).

Stabilitas VAR perlu diuji terlebih dahulu sebelum melakukan analisis lebih jauh, karena jika hasil estimasi VAR yang akan dikombinasikan dengan model koreksi kesalahan tidak stabil, maka *Impulse Response Function* menjadi tidak valid (Setiawan, 2007). Untuk menguji stabil atau tidaknya estimasi VAR yang telah dibentuk maka dilakukan pengecekan kondisi VAR *stability* berupa *roots of characteristic polynomial*. Suatu sistem VAR dikatakan stabil apabila seluruh *roots*-nya memiliki modulus lebih kecil dari satu (Gujarati, 2003).

3.6.1.3 Uji Kausalitas Granger

Tahapan selanjutnya dalam model VAR/VECM setelah menentukan panjang *lag* optimal adalah melakukan uji kausalitas Granger guna mengetahui apakah terdapat hubungan yang saling mempengaruhi antar variabel endogen sehingga spesifikasi model VAR menjadi tepat untuk digunakan mengingat sifatnya yang non struktural. Hal ini bermula dari ketidaktahuan keterpengaruhan antar variabel. Selain itu uji kausalitas granger juga mengukur kekuatan hubungan antar variabel dan menunjukkan hubungan sebab akibat uji kausalitas Granger melihat pengaruh masa lalu terhadap kondisi sekarang sehingga uji ini memang tepat dipergunakan untuk data *time series*.

Kriteria dalam penentuan kausalitas dilihat dari nilai probabilitas yang dibandingkan dengan nilai kritis. Apabila nilai probabilitasnya lebih kecil dari nilai kritis maka terdapat hubungan kausalitas diantara variabel.

3.6.1.4 Uji Kointegrasi

Tahapan selanjutnya adalah melakukan uji kointegrasi guna mengetahui keberadaan hubungan jangka panjang antar variabel. Pada tahapan ini akan diketahui apakah model yang akan digunakan merupakan model VAR tingkat *first difference* jika tidak terdapat kointegrasi atau model VECM, jika terdapat kointegrasi. Terkadang suatu data yang secara individu tidak stasioner, namun ketika dihubungkan secara linier data tersebut menjadi stasioner. Hal ini yang kemudian disebut bahwa data tersebut terkointegrasi.

Engle Granger menyatakan bahwa kombinasi linier dari dua atau lebih variabel *time series* yang tidak stasioner dapat menjadi stasioner. Jika kombinasi dari variabel-variabel yang tidak stasioner menghasilkan residual yang stasioner maka variabel tersebut dikatakan terkointegrasi atau memiliki hubungan jangka panjang antar variabel di dalam sistem (Diah, 2010).

Mengingat penelitian ini akan menggunakan pendekatan VECM maka metode kointegrasi yang akan digunakan untuk memperoleh hubungan jangka panjang antar variabel dalam penelitian ini adalah metode *Johansen Cointegration*. Dalam uji Johansen, penentuan kointegrasi dilihat dari nilai *trace statistic* dan *max eigen statistic* setelah didahului dengan mencari panjang lag yang akan diketahui. Nilai *trace statistic* dan *max eigen statistic* yang melebihi nilai kritisnya

mengindikasikan bahwa terdapat kointegrasi dalam model yang digunakan (Rusdiyana, 2009:357).

3.6.2 *Vector Error Correction Model (VECM)*

VECM adalah bentuk *Vector Autoregression* yang terestriksi. Restriksi tambahan ini harus diberikan karena keberadaan bentuk data yang tidak stasioner namun terkointegrasi. VECM kemudian memanfaatkan informasi restriksi kointegrasi tersebut ke dalam spesifikasinya. Karena itulah VECM sering disebut desain VAR bagi data *time series* non-stasioner yang memiliki hubungan kointegrasi.

Setelah diketahui adanya kointegrasi maka proses uji selanjutnya dilakukan dengan menggunakan metode *error correction*. Jika ada perbedaan derajat integrasi antar variabel uji, pengujian dilakukan secara bersamaan (*jointly*) antara persamaan jangka panjang dengan persamaan *error correction*, setelah diketahui bahwa dalam variabel terjadi kointegrasi. Perbedaan derajat integrasi untuk variabel yang terkointegrasi disebut Lee dan Granger dalam (Hasanah, 2007) sebagai *multicointegration*. Namun jika tidak ditemui fenomena kointegrasi, maka pengujian dilanjutkan dengan menggunakan VAR pada *first difference*.

3.6.3 *Impulse Response Function (IRF)*

Analisis IRF adalah metode yang digunakan untuk menentukan respon suatu variabel endogen terhadap guncangan (*shock*) variabel tertentu. IRF juga digunakan untuk melihat guncangan dari satu variabel lain dan berapa lama pengaruh tersebut terjadi (Nugroho, 2009).

Melalui IRF, respon sebuah perubahan independen sebesar satu standar deviasi dapat ditinjau. IRF menelusuri dampak gangguan sebesar satu standar kesalahan (*standard error*) sebagai inovasi pada sesuatu variabel endogen terhadap variabel endogen yang lain. Suatu inovasi pada satu variabel, secara langsung akan berdampak pada variabel yang bersangkutan, kemudian dilanjutkan ke semua variabel endogen yang lain melalui struktur dinamik dari VAR (Nugroho, 2009).

3.6.4 Variance Decomposition (VD)

Analisis Variance Decomposition (VD) merupakan metode yang digunakan untuk melihat bagaimana perubahan dalam variabel yang ditunjukkan oleh perubahan *error variance* dipengaruhi oleh variabel-variabel lainnya. Dengan metode ini dapat diketahui kekuatan dan kelebihan masing-masing variabel dalam mempengaruhi variabel lain dalam kurun waktu panjang.

BAB IV

PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Sejak diterbitkannya undang-undang nomor 23 tahun 1999 tentang Bank Indonesia, pasal 1 ayat 7 dan pasal 11, otoritas moneter di Indonesia, dalam hal ini adalah Bank Indonesia menerapkan sistem moneter ganda. Undang-undang ini menjadi acuan bagi Bank Indonesia selaku pengambil keputusan untuk menerapkan kebijakan moneter secara konvensional dengan instrumen bunga maupun secara syariah dengan instrumen non ribawi.

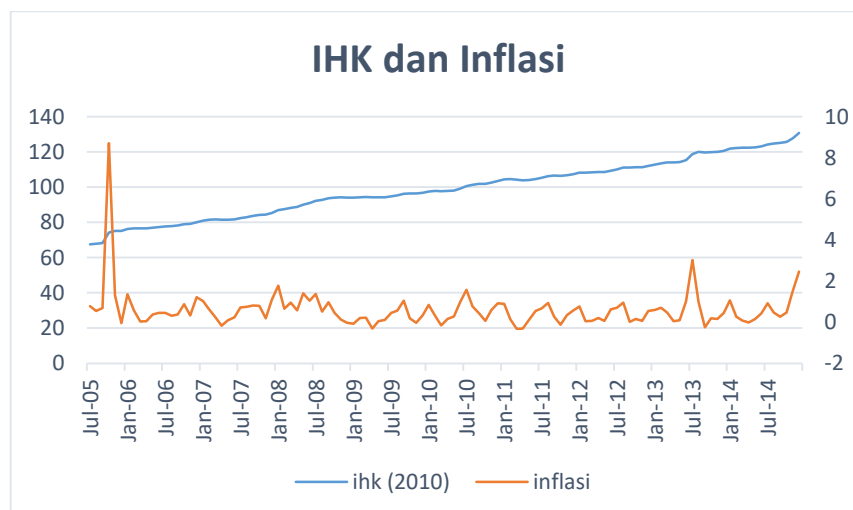
Instrumen moneter konvensional maupun syariah yang digunakan dalam penerapan kebijakan moneter ganda di Indonesia membutuhkan sebuah mekanisme agar kebijakan moneter dapat terhubung dan mempengaruhi perekonomian. Salah satu mekanismenya adalah mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset. Mekanisme ini bekerja dengan memberikan dua efek, yakni efek kekayaan yang mempengaruhi konsumsi dan efek teori *tobin's q* yang mempengaruhi investasi. Dalam penelitian ini, peneliti hanya fokus pada mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset melalui efek kekayaan.

Penelitian ini menggunakan sampel data dengan format bulanan yang diambil dari periode bulan Juli tahun 2005 hingga bulan Desember tahun 2014. Variabel yang menjadi data sampel diantaranya, Indeks Harga Konsumen (IHK), Suku Bunga Bank Indonesia (*BI Rate*), *Jakarta Islamic Index* (JII), Indeks Harga Perumahan Residensial (IHPR), Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND) dan Rata-rata Konsumsi perkapita pertahun (KONS).

4.1.1 Perkembangan Indeks Harga Konsumen di Indonesia

Sejak diberlakukannya undang-undang nomor 23 tahun 1999, Bank Indonesia selaku otoritas moneter menjadikan inflasi sebagai sasaran utama kebijakan moneter di Indonesia (*Inflation Targeting Framework*). Hal ini memberikan konsekuensi kestabilan inflasi merupakan hal yang sangat penting, sehingga perlu perhatian khusus dari Bank Indonesia untuk menjaganya. Mengingat inflasi yang tinggi akan menyebabkan dampak negatif pada kondisi perekonomian.

Salah satu metode perhitungan nilai inflasi adalah dengan menghitung persentase perubahan Indeks Harga Konsumen. Indeks Harga Konsumen merupakan suatu ukuran atas keseluruhan biaya pembelian barang dan jasa oleh rata-rata konsumen. Sehingga variabel IHK dapat dikatakan relevan untuk melihat pergerakan harga di Indonesia. Pergerakan Indeks Harga Konsumen di Indonesia dari bulan Juli tahun 2005 hingga bulan Desember tahun 2014 dapat dilihat pada Gambar 4.1 berikut:



Sumber: Badan Pusat Statistik (BPS). 2014. Diolah

Gambar 4.1
Pergerakan Indeks Harga Konsumen dan Inflasi di Indonesia (%)

Angka Indeks Harga Konsumen terlihat jelas pergerakannya jika nilainya ditransformasikan dalam bentuk inflasi dan kemudian dibandingkan. Pada Gambar 4.1 pada halaman 67, dapat dilihat bahwa terjadi peningkatan yang relatif besar pada Indeks Harga Konsumen bulan Oktober tahun 2005, jika dilihat angka inflasi pada bulan yang sama mencapai 8,70%. Peningkatan tersebut disebabkan adanya kenaikan harga bahan bakar minyak, khususnya premium hingga hampir mencapai 90% dari harga Rp. 2400/liter menjadi Rp. 4500/liter pada masa pemerintahan presiden Susilo Bambang Yudhoyono (Indonesia-investment. Online. 2016).

Pada tahun-tahun selanjutnya, Indeks Harga Konsumen selalu meningkat dengan peningkatan yang relatif stabil hingga pada bulan Juli tahun 2013 terjadi peningkatan yang relatif tinggi, yang ditunjukkan dengan angka inflasi mencapai 3,02%. Hal ini disebabkan oleh adanya peningkatan harga pada empat komponen utama yaitu bahan bakar minyak, tarif angkutan dalam kota, bawang merah dan daging ayam ras.

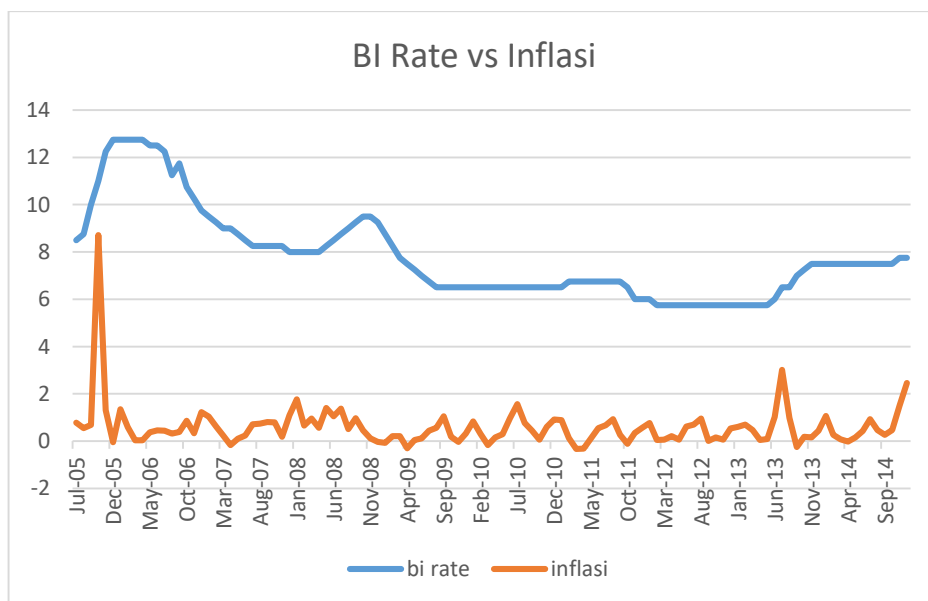
4.1.2 Perkembangan Suku Bunga Bank Indonesia di Indonesia

Bank Indonesia menggunakan *BI Rate* sebagai suku bunga acuan kebijakan moneter di Indonesia. *BI Rate* mencerminkan kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia dalam Rapat Dewan Gubernur yang diadakan setiap bulan (Bank Indonesia, 2016).

Perubahan level *BI Rate* ini merupakan langkah kebijakan moneter Bank Indonesia untuk mengarahkan inflasi kedepan agar sesuai dengan sasaran inflasi yang telah ditetapkan. Jika diperhatikan pola perkembangan tingkat *BI Rate*

sejalan dengan pola pergerakan inflasi di Indonesia (Gambar 4.2). Hal ini menunjukkan bahwa adanya keterkaitan diantara keduanya. Berikut merupakan pola kenaikan maupun penurunan *BI Rate* yang dilakukan oleh Bank Indonesia:

1. Kenaikan *BI Rate* dilakukan apabila prakiraan inflasi secara persisten cenderung bergerak ke atau telah berada diatas kisaran inflasi yang ditetapkan.
2. Penurunan *BI Rate* dilakukan apabila prakiraan inflasi secara persisten telah berada dibawah kisaran sasaran inflasi yang ditetapkan.
3. *BI Rate* tidak berubah jika perkiraan inflasi secara persisten telah berada atau berkisar pada sasaran inflasi yang ditetapkan.



Sumber: Bank Indonesia. 2016. Diolah.

Gambar 4.2
Pergerakan Suku Bunga Bank Indonesia dan Inflasi (%)

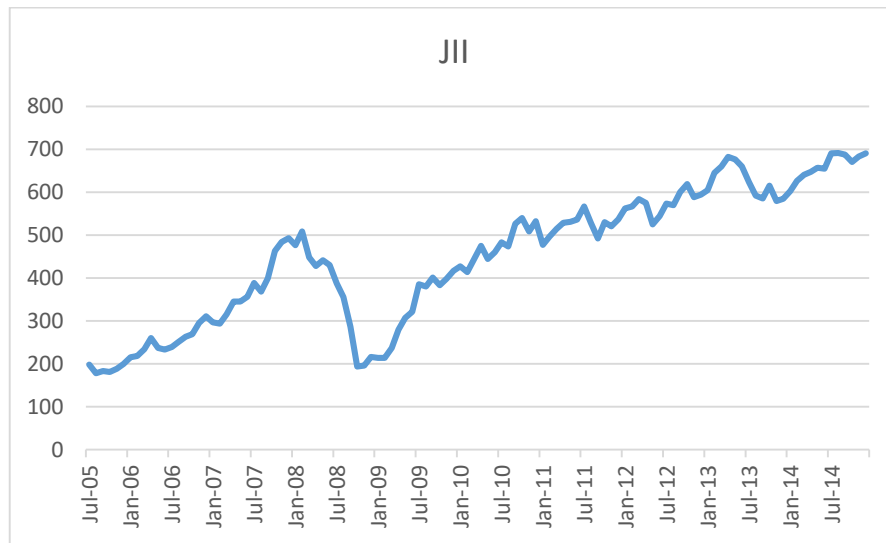
Perkembangan *BI Rate* sejak diaplikasikan pada tahun 2005 mengalami peningkatan dari 9% pada 2005 hingga mencapai 12% pada 2006 (Gambar 4.2). Pada tahun berikutnya *BI Rate* mengalami peningkatan hingga bertahan pada level 12% pada akhir 2006 karena naiknya tingkat inflasi. Inflasi ini disebabkan karena

gejolak harga minyak dunia pada tahun 2005 yang berdampak hingga tahun 2006. Tingkat *BI Rate* berangsur menurun hingga mencapai 8% pada pertengahan tahun 2008. Namun *BI Rate* kembali meningkat pada awal tahun 2009 hingga tahun 2014 *BI Rate* dapat dipertahan pada tingkat inflasi satu digit.

4.1.3 Perkembangan *Jakarta Islamic Index* di Indonesia

Pada tanggal 3 Juli 2000 diluncurkan indeks harga saham yang berdasarkan prinsip syariah, yaitu *Jakarta Islamic Index* (JII). JII merupakan hasil kerjasama antara PT. Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan PT. Danareksa *Investment Management* (DIM). JII menggunakan tanggal awal perhitungan 1 Januari 1995 dengan nilai awal 100 dan metode perhitungan indeks dilakukan sesuai dengan ketentuan BEI. Saham-saham yang terdaftar dalam JII terdiri dari 30 saham yang telah lolos dari *screening process* yang dilakukan berdasarkan fatwa yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional.

Pergerakan *Jakarta Islamic Index* sejak diluncurkan hingga tahun 2014 selalu menunjukkan tren yang meningkat. Sebelum krisis global terjadi, *Jakarta Islamic Index* sempat menembus angka tertingginya pada awal tahun 2008, yaitu bulan Februari dimana indeks JII mencapai angka 508.945. Hingga kemudian krisis melanda pada bulan Oktober tahun 2008, *Jakarta Islamic Index* sempat mencapai titik terendahnya menembus angka 193.683, namun pada bulan Oktober 2010 telah *recovery* hingga akhirnya berhasil menembus angka 540,291 (Gambar 4.3).



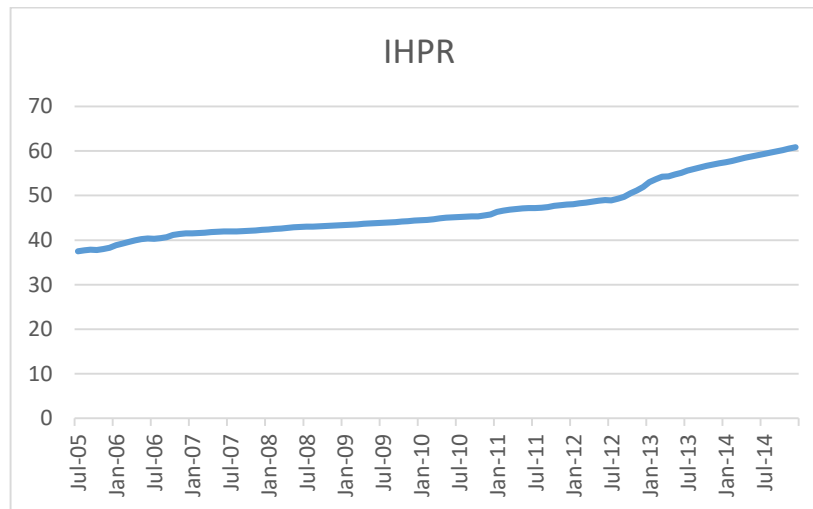
Sumber: Bursa Efek Indonesia. 2016. Data diolah.

Gambar 4.3
Pergerakan Jakarta Islamic Index (%)

Peningkatan indeks JII diperkirakan karena adanya apresiasi kurs rupiah terhadap USD, sedangkan penurunan indeks JII diperkirakan karena kurs rupiah yang terdepresiasi terhadap USD. Disamping itu pendapatan nasional dan jumlah uang beredar di masyarakat yang meningkat juga dapat meningkatkan indeks JII. Jadi kondisi perekonomian yang baik merupakan sentimen positif yang akan berdampak pada kenaikan harga di pasar saham

4.1.4 Perkembangan Indeks Harga Perumahan Residensial di Indonesia

Pergerakan indeks harga perumahan residensial di Indonesia senantiasa menunjukkan tren yang selalu naik dari tahun ke tahun (Gambar 4.4). Hal ini disebabkan oleh permintaan pasar akan properti, khususnya perumahan cenderung meningkat, selain itu kenaikan indeks ini juga dipengaruhi oleh naiknya harga faktor produksi, seperti harga bahan baku bangunan, harga bahan bakar minyak dan upah pekerja sektor perumahan yang juga mengalami kenaikan serta mahal biaya perijinan (Bank Indonesia, 2012).



Sumber: Bank Indonesia. 2016. Diolah

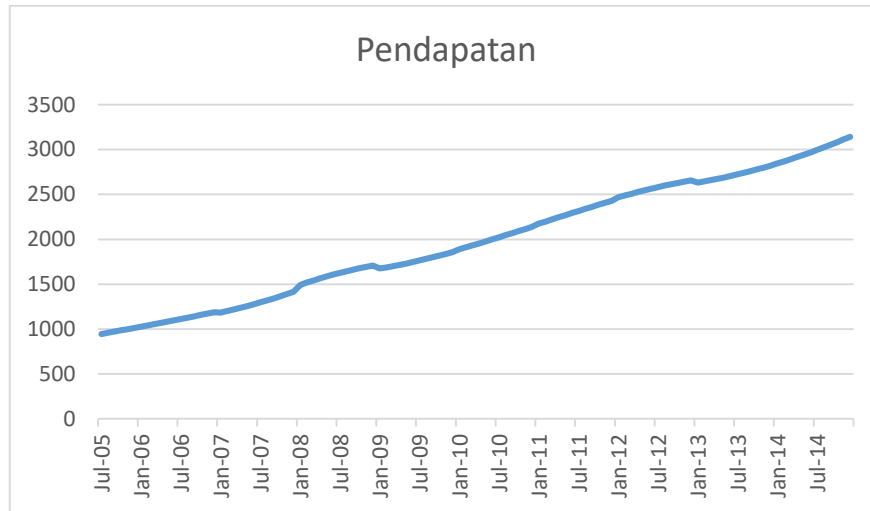
Gambar 4.4
Pergerakan Indeks Harga Perumahan Residensial di Indonesia

Survei harga properti residensial yang dilakukan Bank Indonesia pada triwulan IV tahun 2012 menunjukkan bahwa perkembangan harga properti terus meningkat dimana pada triwulan II tahun 2003, indeks harga properti residensial berada di level 97,7 dan terus naik hingga mencapai level 153,58 pada kuartal IV tahun 2012. Hal ini menunjukkan sektor properti di Indonesia tetap kuat menahan pelemahan perekonomian global (Bank Indonesia, 2012).

4.1.5 Perkembangan Pendapatan Disposabel perkapita di Indonesia

Pendapatan Disposabel menggambarkan maksimum pendapatan yang tersedia, yang dapat digunakan oleh masyarakat untuk membiayai konsumsi atau untuk meningkatkan kekayaannya. Menurut data dari Badan Pusat Staistik, pendapatan disposabel memiliki nilai yang semakin meningkat dari tahun ke tahun dengan besaran masing-masing tahun adalah 4.472.543,3 miliar rupiah pada tahun 2008, 4.961.430,6 miliar rupiah pada tahun 2009, 5.760.007,0 miliar rupiah pada

tahun 2010, 6.688.233,2 miliar rupiah pada tahun 2011, 7.566.649,4 miliar rupiah pada tahun 2012 dan 8.119.874,2 miliar rupiah pada tahun 2013.



Sumber: Bank Indonesia. 2016. Diolah

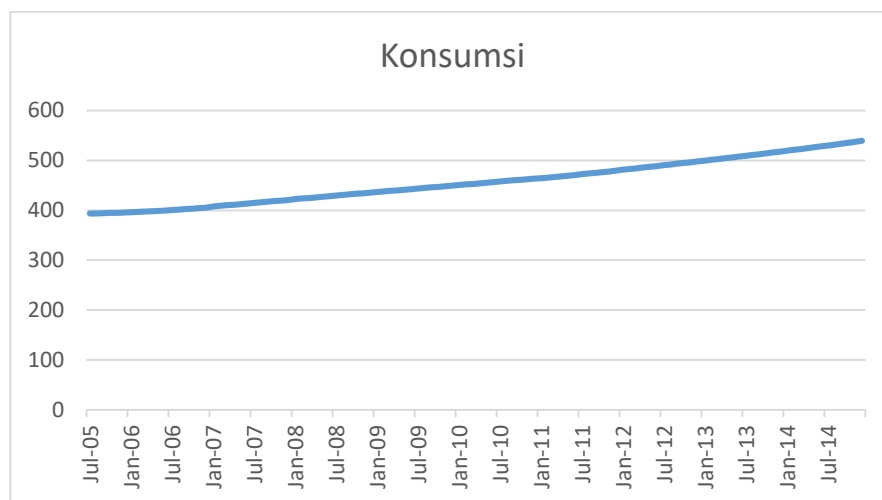
Gambar 4.5 **Pergerakan Pendapatan Disposabel perkapita pertahun di Indonesia**

Ukuran perkapita yang dinyatakan dalam satu satuan rupiah menunjukkan peningkatan. Dalam rupiah, Pendapatan Disposabel per-kapita setiap tahun juga menunjukkan peningkatan secara optimal. Dilihat dari titik penghujung tahun (2008 dan 2013). Pendapatan disposabel per-kapita meningkat dari 19.324,5 ribu rupiah (2008) menjadi 32.633,8 ribu rupiah (2013).

4.1.6 Perkembangan Rata-rata Konsumsi perkapita di Indonesia

Berdasarkan data dari Badan Pusat Statistik (2014) tingkat konsumsi perkapita mengalami peningkatan yang signifikan baik secara kuantitas maupun secara riil (termasuk juga peningkatan kualitas). Peningkatan rata-rata konsumsi per-kapita secara “riil” berkisar antara 3,18% s.d 3,85%. Peningkatan konsumsi perkapita di tahun 2005 hingga 2014 ini disebabkan oleh pemulihan ekonomi yang mendorong konsumen untuk serta mengembalikan perilaku dan kebiasaan

konsumsinya setelah sekian lama mengalami masa-masa krisis. Melimpahnya penawaran dan persediaan berbagai jenis barang dan jasa di pasar domestik (termasuk yang berasal dari impor) turut menjadi pemicu meningkatnya belanja untuk konsumsi, termasuk konsumsi rumah tangga. Kenaikan konsumsi perkapita dapat dilihat pada gambar berikut:



Sumber: Sumber: Bank Indonesia, 2016. Diolah

Gambar 4.6
Pergerakan Rata-rata Konsumsi perkapita di Indonesia

4.2 Deskripsi Hasil Penelitian

Pengamatan yang dilakukan dalam penelitian ini mengambil sampel data dengan format bulanan dari periode bulan Juli tahun 2005 hingga bulan Desember tahun 2014. Sampel dalam penelitian ini berupa enam variabel, diantaranya Indeks Harga Konsumen (IHK), *Jakarta Islamic Index* (JII), Indeks Harga Perumahan Residensial (IHPR), Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND), Rata-rata Konsumsi perkapita pertahun (KONS). Sehingga jumlah keseluruhan sampel dalam penelitian ini sebanyak 114 sampel, dengan rincian pada Tabel 4.1 dihalaman 75 berikut:

Tabel 4.1
Deskripsi Penelitian

Periode		
Tahun	Bulan	Jumlah sampel
2005	Juli - Desember	6
2006	Januari - Desember	12
2007	Januari - Desember	12
2008	Januari - Desember	12
2009	Januari - Desember	12
2010	Januari - Desember	12
2011	Januari - Desember	12
2012	Januari - Desember	12
2013	Januari - Desember	12
2014	Januari - Desember	12
Total		114

Sumber: Data diolah.

Selanjutnya dilakukan analisis statistik deskriptif pada data sampel. Analisis ini digunakan selain untuk melihat distribusi data sampel juga digunakan untuk melihat informasi mengenai nilai rata-rata, nilai minimum, nilai maksimum dan nilai standar deviasi data pada sampel penelitian. Pada penelitian ini, analisis statistik deskriptif pada semua data sampel variabel penelitian menggunakan program EVIEWS 8.1.

Pada Tabel 4.2 halaman 76 dapat dilihat hasil pengujian statistik deskriptif untuk semua variabel yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini dan dapat dilihat pula jumlah sampel dalam penelitian ini selama periode tahun 2005 hingga tahun 2014 sebanyak 114 sampel. Dari tabel dibawah dapat diketahui kondisi masing-masing variabel pada tahun pengamatan. Berikut merupakan uraian dari masing-masing variabel:

Variabel Indeks Harga Konsumen (IHK) memiliki nilai rata-rata sebesar 98,81868 dengan nilai minimum 67,43041 dan nilai maksimum 130,7391. Ditinjau

dari fluktuasinya, pergerakan IHK dari tahun 2005 hingga tahun 2014 menunjukkan arah kenaikan seperti yang terlihat pada tabel 4.2 yang artinya bahwa setiap tahun harga rata-rata barang yang dibeli oleh konsumen terus mengalami kenaikan.

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	IHK (2010)	BI_RATE	JII	IHPR	PENDAPATAN	KONSUMSI
Mean	98.81868	7.824561	450.6137	46.74842	1983.950	456.8302
Median	97.85551	7.500000	475.8825	44.81216	1944.121	453.4853
Maximum	130.7391	12.750000	691.1320	60.86506	3142.564	539.1483
Minimum	67.43041	5.750000	178.2610	37.52506	946.2442	393.6168
Std. Dev.	15.78351	1.932469	154.6313	6.278172	650.1424	42.89880
Skewness	-0.000193	1.192146	-0.229295	0.790799	0.031151	0.220819
Kurtosis	2.058166	3.681304	1.847834	2.559814	1.735725	1.892577
Jarque-Bera	4.213495	29.20786	7.304508	12.80228	7.610796	6.751792
Probability	0.121633	0.000000	0.025933	0.001660	0.022250	0.034187
Sum	11265.33	892.0000	51369.96	5329.320	226170.3	52078.64
Sum Sq. Dev.	28150.48	421.9912	2701926.	4453.945	47763416	207954.7
Observations	114	114	114	114	114	114

Sumber: Data diolah. 2016.

Variabel *BI Rate* dalam penelitian ini diambil dari tahun 2005 hingga 2014, pada tahun penelitian tersebut nilai rata-rata *BI Rate* adalah sebesar 7,824561 dengan nilai minimum 5,75 dan nilai maksimum 12,75. Pergerakan *BI Rate* cenderung lebih berfluktuasi dengan nilai penyeimbang (standar deviasi) sebesar 1,932469. Hal ini dapat dipahami, mengingat kebijakan penetapan *BI Rate* oleh Bank Indonesia menyesuaikan dengan kondisi perekonomian dan sasaran moneter yang diharapkan Bank Indonesia.

Sedangkan variabel *Jakarta Islamic Index* (JII) memiliki nilai rata-rata 450,6137 pada rentan waktu antara tahun 2005 hingga 2014, dengan nilai minimum 178,2610 dan nilai maksimum 691,132. Dilihat dari pergerakannya pada gambar 4.3 *Jakarta Islamic Index* memiliki arah kenaikan, kecuali pada tahun 2008 dimana

krisis global yang terjadi pada tahun tersebut berimbas pada turunnya rata-rata harga saham syariah yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index*.

Variabel selanjutnya adalah Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) dimana memiliki rata-rata sebesar 46,74842, nilai minimum 37,52506 dan nilai maksimum 60.86506. Adapun nilai standar deviasi IHPR adalah sebesar 6,278172

Pendapatan Disposabel Perkapita merupakan pendapatan yang tersedia, yang dapat digunakan oleh masyarakat untuk membiayai konsumsi. Semakin tinggi pendapatan disposabel perkapita menunjukkan kemampuan masyarakat untuk memenuhi kebutuhannya semakin baik. Pada tahun 2005 hingga 2014 pendapatan disposable memiliki nilai 1983,950, nilai minimum 946,2442 pada Juni 2005 dan nilai maksimum 3142,564 pada Desember 2014.

Sedangkan variabel terakhir dalam penelitian ini adalah Rata-rata Konsumsi Perkapita. Pergerakan rata-rata konsumsi perkapita searah dengan pergerakan pendapatan disposabel perkapita, yaitu dengan nilai rata-rata 456,8302, nilai minimum 393,6168 dan nilai maksimum 539,1483. Ketika pendapatan naik maka kemampuan masyarakat untuk melakukan konsumsi juga semakin baik.

4.3 Analisis Model dan Pengujian Hipotesis

4.3.1 Uji Stasioneritas (*Unit Root*)

Data *time series* dengan jangka waktu yang relatif panjang pada umumnya merupakan data yang tidak stasioner, sehingga ketika diregresikan rawan terindikasi masalah regresi lancung (*spurious regressions*). Regresi lancung merupakan suatu keadaan disaat suatu variabel independen dan dependen tidak memiliki hubungan saling mempengaruhi secara teori, namun tetap diregresikan

(Winarno, 2015:11.1). Sehingga hasil dari regresi tidak mencerminkan hal yang sebenarnya.

Stasioner atau tidaknya suatu data dapat dideteksi melalui uji stasioneritas (*unit root*). Pengujian stasioneritas pada penelitian ini menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) dan uji *Phillips-Perron* (PP). Penentuan kestasioneran variabel dilihat dari nilai probabilitasnya (*p-value*) yang dibandingkan dengan nilai kritis (α), yang dalam penelitian ini menggunakan $\alpha=5\%$.

Kriteria uji dengan menggunakan *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) adalah variabel dikatakan stasioner jika *p-value* ADF lebih kecil dibandingkan dengan nilai α . Sedangkan untuk uji *Phillips-Perron* (PP), variabel dikatakan stasioner jika *p-value* PP lebih kecil dibandingkan dengan nilai α . Keseluruhan uji dilakukan baik pada tingkat level *intercept*, level *trend and intercept* dan level *none*. Apabila data pada tingkat level belum stasioner, maka dilanjutkan dengan pengujian data pada tingkat *first difference intercept*, *first difference trend and intercept* dan *first difference none*.

Berdasarkan hasil uji ADF, sebagian besar variabel tidak stasioner di tingkat level, maka dari itu perlu dilakukan uji ADF pada tingkat *first difference*. Hasil uji ADF pada tingkat *first difference* menunjukkan semua variabel stasioner pada tingkat signifikan 5%, kecuali variabel IHPR.

Uji stasioneritas dengan metode *Phillips Perron* (PP) menunjukkan bahwa seluruh variabel tidak stasioner pada tingkat level, sedangkan pada tingkat *first difference* seluruh variabel telah stasioner dengan tingkat $\alpha = 5\%$. Berdasarkan hasil uji stasioneritas dengan metode ADF dan PP, dapat disimpulkan bahwa seluruh

variabel pada penelitian ini yaitu IHK, *BI Rate*, JII, IHPR, PEND dan KONS telah stasioner pada tingkat *first difference*. Hasil uji stasioneritas atau hasil akar unit ditampilkan pada Tabel 4.3 sebagai berikut:

Tabel 4.3
Hasil Uji ADF dan PP

No	Variabel	ADF				PP			
		Level		1 st Difference		Level		1 st Difference	
		intercept		intercept		intercept		intercept	
		Trend & Intercept		Trend & Intercept		Trend & Intercept		Trend & Intercept	
		none		none		none		none	
1	IHK	0.3333	-	0.0000	*	0.3016	-	0.0000	*
		0.0000	*	0.0000	*	0.0030	*	0.0000	*
		1.0000	-	0.0114	*	1.0000	-	0.0000	*
2	<i>BI Rate</i>	0.0715	-	0.0007	*	0.5106	-	0.0000	*
		0.2333	-	0.0035	*	0.5305	-	0.0000	*
		0.1770	-	0.0000	*	0.5009	-	0.0000	*
3	JII	0.2713	-	0.0000	*	0.4452	-	0.0000	*
		0.0283	-	0.0000	*	0.2611	-	0.0000	*
		0.9477	-	0.0000	*	0.9336	-	0.0000	*
4	IHPR	0.9980	-	0.2698	-	0.9987	-	0.0013	*
		0.7797	-	0.2934	-	0.9881	-	0.0039	*
		0.9763	-	0.1863	-	1.0000	-	0.0249	*
5	PEND	0.0012	*	0.0697	-	0.0376	-	0.0000	*
		0.9723	-	0.0000	*	0.9263	-	0.0000	*
		0.9999	-	0.2782	-	1.0000	-	0.0130	*
6	KONS	0.9998	-	0.0067	*	1.0000	-	0.0009	*
		0.7737	-	0.0001	*	0.2684	-	0.0001	*
		1.0000	-	0.8370	-	1.0000	-	0.7974	-

Sumber: hasil Eviews 8.1 diolah.

Keterangan: tanda (*) menunjukkan stasioner di level 5%

4.3.2 Uji Lag Optimal

Pengujian lag optimal perlu dilakukan agar dapat mengestimasi *actual error* secara tepat. Apabila lag yang digunakan tidak tepat, menyebabkan koefisien dan standar kesalahan tidak dapat diestimasi. Penentuan jumlah *lag* (ordo) yang digunakan dalam penelitian ini ditentukan berdasarkan kriteria *Final Prediction Error correction* (FPE) atau jumlah *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz*

Information Criterion (SIC) dan *Hannan-Quinn Information Criterion* (HQ) yang paling kecil diantara berbagai lag yang diajukan (Ajija dkk, 2011). Hasil uji penentuan lag optimal disajikan dalam Tabel 4.4 berikut:

Tabel 4.4
Hasil Panjang Lag

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	835.6435	NA	6.41e-15	-15.65365	-15.50289	-15.59255
1	2174.366	2500.632	1.36e-25	-40.23332	-39.17799*	-39.80559
2	2253.974	139.6902	6.00e-26*	-41.05612	-39.09623	-40.26176*
3	2283.361	48.23816	6.90e-26	-40.93133	-38.06688	-39.77036
4	2322.308	59.52382	6.73e-26	-40.98695	-37.21793	-39.45935
5	2357.350	49.58671	7.22e-26	-40.96886	-36.29528	-39.07463
6	2393.781	47.43010	7.74e-26	-40.97701	-35.39886	-38.71616
7	2428.305	41.03785	8.92e-26	-40.94916	-34.46645	-38.32168
8	2481.252	56.94301*	7.58e-26	-41.26891*	-33.88164	-38.27481

Sumber: Hasil Eviews 8.1. Diolah.

Keterangan: tanda (*) menunjukkan lag yang direkomendasikan

Dari hasil pengujian lag optimal dengan menggunakan Eviews 8.1, didapatkan bahwa lag optimal yang dipilih adalah *lag 2* dengan nilai FPE dan HQ terkecil (ditunjukkan oleh tanda bintang). Setelah diketahui lag optimun yang disarankan yaitu *lag 2*, perlu dilanjutkan dengan uji stabilitas VAR dengan *lag* yang dipilih.

Stabilitas VAR perlu diuji terlebih dahulu, karena jika hasil estimasi VAR dengan *lag* yang telah dipilih, dikombinasikan dengan model koreksi kesalahan hasilnya tidak stabil, maka *Impulse Response Function* (IRF) dan *Variance Decompositions* (VD) menjadi tidak valid (Setiawan, 2007 dalam Rusydiana, 2009:359). Untuk menguji stabil atau tidaknya estimasi VAR maka dilakukan uji stabilitas berupa *roots of characteristic polynominal*.

Suatu sistem VAR dikatakan stabil apabila seluruh *root*-nya memiliki modulus lebih kecil dari pada satu dan semuanya terletak di dalam *unit circle*

(Lutkepohl, 1991, dalam Ascarya, 2012:303). Hasil uji Stabilitas VAR dengan lag yang dipilih (lag 2), dapat dilihat di dalam Tabel 4.5 berikut ini:

Tabel 4.5
Hasil Uji Stabilitas VAR

Root	Modulus
0.986199	0.986199
0.974507	0.974507
0.873704 - 0.198860i	0.896049
0.873704 + 0.198860i	0.896049
0.877209	0.877209
0.733806	0.733806
0.643966 - 0.248050i	0.690087
0.643966 + 0.248050i	0.690087
-0.256873	0.256873
0.255345	0.255345
0.067106 - 0.238813i	0.248062
0.067106 + 0.238813i	0.248062

Sumber: Hasil Eviews 8.1. Diolah.

Berdasarkan hasil uji stabilitas VAR pada Tabel 4.5, dapat disimpulkan bahwa estimasi VAR yang akan digunakan untuk analisis IRF dan VD sudah stabil pada lag 2, jadi hasil analisis IRF dan VD yang digunakan dalam penelitian ini valid.

4.3.3 Uji Kointegrasi

Variabel yang stasioner pada tingkat *first difference* perlu diuji kembali untuk melihat kemungkinan adanya keseimbangan jangka panjang melalui uji kointegrasi. Terkadang suatu data yang secara individu tidak stasioner, namun ketika dihubungkan secara linier data tersebut menjadi stasioner, hal ini yang disebut bahwa data tersebut terkointegrasi (Rusyiana, 2009:357).

Metode yang digunakan dalam pengujian ini adalah metode *Johansen Cointegration Test*. Namun sebelum masuk ke uji kointegrasi perlu dilakukan pengujian data tren yang direkomendasikan oleh *Akaike Information Critirion*

(AIC) dan *Schwarz Criteria* (SC), pengujian data tren diperlukan untuk menentukan spesifikasi determinasinya. Hasil pengujian data trend ditunjukkan pada Tabel 4.6 berikut:

Tabel 4.6
Hasil Uji Data Trend

Data Trend yang Direkomendasikan	
AIC	SC
<i>5-Quadratic Intercept and Trend</i>	<i>5-Quadratic Intercept and Trend</i>

Sumber: Hasil Eviews 8.1. Diolah.

Pada Tabel 4.6 diatas, AIC dan SC menunjukkan hasil rekomendasi yang sama, sehingga pemilihan data tren tidak dipermasalahkan. Setelah diketahui spesifikasi determinasinya selanjutnya dilakukan uji kointegrasi dengan menggunakan data tren *5-Quadratic Intercept and Trend*. Hasil uji kointegrasi ditunjukkan pada Tabel 4.7 berikut:

Tabel 4.7
Hasil Uji Kointegrasi

Hypothesied No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace			Maximum Eigenvalue		
		Trace Statistic	0,05 Critical Value	p-value	Max-Eigen Statistic	0,05 Critical Value	p-value
None	0.551807	210.8601	107.3466	0.0000*	99.62122	43.41977	0.0000*
At most 1	0.440270	111.2389	79.34145	0.0000*	50.68328	37.16359	0.0008*
At most 2	0.367888	60.55558	55.24578	0.0159*	30.92264	30.81507	0.0485*
At most 3	0.180341	29.63294	35.01090	0.1677	19.43926	24.25202	0.1909
At most 4	0.170831	10.19368	18.39771	0.4620	10.00579	17.14769	0.3967
At most 5	0.003040	0.187886	3.841466	0.6647	0.187886	3.841466	0.6647

Sumber: Hasil Eviews 8.1. Diolah.

Tanda (*) menunjukkan adanya kointegrasi

Uji kointegrasi Johansen`s dilakukan dengan membandingkan nilai *trace statistic* dan *max-eigen statistic* dengan nilai kritisnya pada tingkat 5%. Berdasarkan hasil uji kointegrasi pada Tabel 4.7, terdapat tiga hubungan kointegrasi pada *Trace Statistic* dilihat dari nilai *Trace Statistic* yang lebih besar daripada nilai

kritisnya dan terdapat tiga kointegrasi pada uji *Max Eigen Statistic*, yang dilihat dari nilai *Max Eigen Statistic* yang lebih besar dari nilai kritisnya. Hipotesis nol (H_0) yang menyatakan bahwa tidak ada kointegrasi ditolak dan hipotesis alternatif (H_1) yang menyatakan bahwa ada kointegrasi diterima.

Hasil kointegrasi mengindikasikan bahwa di antara pergerakan IHK, *BI Rate*, JII, IHPR, PEND dan KONS memiliki hubungan stabilitas atau keseimbangan dan kesamaan pergerakan dalam jangka panjang atau dapat diartikan bahwa dalam setiap periode jangka pendek, seluruh variabel cenderung menyesuaikan, untuk mencapai ekuilibrium jangka panjangnya. Berdasarkan hasil uji tersebut, maka model yang paling sesuai digunakan dalam penelitian ini adalah VECM (*Vector Error Correction Model*).

4.3.4 VECM Estimation Model

4.3.4.1 Model Jangka Panjang

Estimasi VECM dilakukan untuk melihat hubungan antara suatu variabel dengan variabel lain yang berkaitan, baik dalam jangka panjang maupun dalam jangka pendek. Estimasi ini dilakukan dengan membandingkan nilai t-statistik dengan t-tabel untuk mengetahui signifikansi variabel. Kemudian melihat nilai koefisien untuk menentukan seberapa besar pengaruh variabel independen pada variabel dependen. Nilai t-tabel dalam penelitian ini adalah = 1,98118 dengan menggunakan nilai kritis 5% dan jumlah pengamatan 113 (n-1).

Dari tabel 4.8 dibawah dapat dilihat bahwa variabel *BI Rate*, IHPR, PEND dan KONS signifikan mempengaruhi IHK dalam jangka panjang, sedangkan variabel JII tidak signifikan.

Tabel 4.8
Hasil estimasi VECM Jangka Panjang

	Variabel					C	IHK
	<i>BI Rate</i>	JII	IHPR	PEND	KONS		
koefisien	0.010637	-0.027087	-0.309257	-0.223202	-3.900126	21.55477	1.000
Standard error	(0.00245)	(0.01562)	(0.14011)	(0.06893)	(0.92032)		
t-statistik	[4.34510]	[-1.73450]	[-2.20723]	[-3.23808]	[-4.23779]		
t-tabel	1,98118						
Keterangan	signifikan	tidak	signifikan	signifikan	signifikan		

Sumber: Hasil estimasi Eviews 8.1. Diolah

Berikut merupakan model estimasi VECM jangka panjang dengan hanya memasukkan variabel yang signifikan:

$$\text{IHK} = -21,55477 - 0,010637 (\text{BI Rate}) + 0,309257 (\text{IHPR}) + 0,223202 (\text{PEND}) + 3,900126 (\text{KONS}) \dots\dots\dots(5)$$

Dari persamaan diatas dapat dilihat bahwa ketika variabel *BI Rate*, IHPR, PEND dan KONS bernilai nol, maka IHK turun sebesar -21,55477%. Jika variabel *BI Rate* naik satu satuan, maka variabel IHK akan turun sebesar 0,010637%. Saat variabel IHPR naik satu satuan, maka IHK akan naik 0,309257%. Jika variabel PEND naik satu satuan, maka variabel IHK akan naik 0,223202% dan ketika variabel KONS naik satu satuan, maka variabel IHK akan naik sebesar 3,900126%.

4.3.4.2 Model Jangka Pendek

Pada estimasi jangka pendek, hasil yang dilihat merupakan estimasi yang sesuai dengan konsep transmisi kebijakan moneter saluran harga aset menurut kerangka Mishkin (Mishkin, 2011:322). Hasil estimasi jangka pendek menunjukkan bahwa variabel *BI Rate* signifikan mempengaruhi variabel JII pada periode pertama. Hal ini ditunjukkan dengan nilai t-statistik dari variabel *BI Rate* yang berada pada daerah penerimaan t-statistik < -1,98118, yaitu -2.61134.

Sedangkan pada periode kedua variabel *BI Rate* tidak signifikan mempengaruhi *Jakarta Islamic Index* (Tabel 4.9).

Tabel 4.9
Hasil estimasi VECM Jangka Pendek Variabel JII

JII	<i>BI Rate</i> (-1)	<i>BI Rate</i> (-2)
koefisien	-0.086740	-0.025744
Standard error	(0.03322)	(0.02931)
t-statistik	[-2.61134]	[-0.87836]
t-tabel	1,98118	
Keterangan	signifikan	Tidak signifikan

Sumber: Hasil estimasi Eviews 8.1. Diolah

Hasil estimasi VECM jangka pendek untuk variabel IHPR menunjukkan bahwa variabel *BI Rate* tidak signifikan mempengaruhi variabel IHPR. Hal ini ditunjukkan dengan tidak adanya nilai t-statistik dari variabel *BI Rate* yang berada pada daerah penerimaan dengan nilai t-statistik $< -1,98118$ atau t-statistik $> 1,98118$ (Tabel 4.10).

Tabel 4.10
Hasil estimasi VECM Jangka Pendek Variabel IHPR

IHPR	<i>BI Rate</i> (-1)	<i>BI Rate</i> (-2)
koefisien	0.001621	0.001020
Standard error	(0.00126)	(0.00111)
t-statistik	[1.28522]	[0.91623]
t-tabel	1,98118	
Keterangan	Tidak signifikan	

Sumber: Hasil estimasi Eviews 8.1. Diolah

Hasil estimasi VECM jangka pendek untuk variabel PEND menyatakan bahwa variabel JII tidak signifikan mempengaruhi variabel PEND pada semua periode. Hal ini ditunjukkan dengan nilai t-statistik di kedua periode berada diluar daerah penerimaan (-0.74480 dan 0.40624). Sedangkan hasil estimasi variabel

IHPR menunjukkan bahwa variabel IHPR tidak signifikan mempengaruhi variabel PEND. Hal ini ditunjukkan dengan tidak adanya nilai t-statistik dari variabel IHPR yang berada pada daerah penerimaan, yaitu t-statistik $< -1,98118$ atau t-statistik $> 1,98118$ (Tabel 4.11).

Tabel 4.11
Hasil estimasi VECM Jangka Pendek Variabel PEND

PEND	JII (-1)	JII (-2)	IHPR (-1)	IHPR (-2)
koefisien	-0.006368	0.003408	-0.120316	-0.159346
Standard error	(0.00855)	(0.00839)	(0.23600)	(0.23377)
t-statistik	[-0.74480]	[0.40624]	[-0.50982]	[-0.68164]
t-tabel	1,98118			
Keterangan	Tidak signifikan			

Sumber: Hasil estimasi Eviews 8.1. Diolah

Hasil estimasi VECM jangka pendek untuk variabel KONS (Tabel 4.12) menunjukkan bahwa variabel PEND tidak signifikan mempengaruhi variabel KONS pada periode pertama dan kedua. Hal ini ditunjukkan dengan nilai t-statistik di kedua periode berada diluar daerah penerimaan (0.45485 dan 0.87007).

Tabel 4.12
Hasil estimasi VECM Jangka Pendek Variabel KONS

KONS	PEND (-1)	PEND (-2)
koefisien	0.002827	0.005420
Standard error	(0.00621)	(0.00623)
t-statistik	[0.45485]	[0.87007]
t-tabel	1,98118	
Keterangan	Tidak signifikan	

Sumber: Hasil estimasi Eviews 8.1. Diolah

Hasil estimasi VECM jangka pendek untuk variabel KONS (Tabel 4.13 halaman 87) menunjukkan bahwa variabel KONS signifikan mempengaruhi variabel IHK pada periode pertama dan kedua. Hal ini ditunjukkan dengan nilai t-

statistik pada kedua periode berada di dalam daerah penerimaan (-2.21291 dan -2.66474).

Tabel 4.13
Hasil estimasi VECM Jangka Pendek Variabel IHK

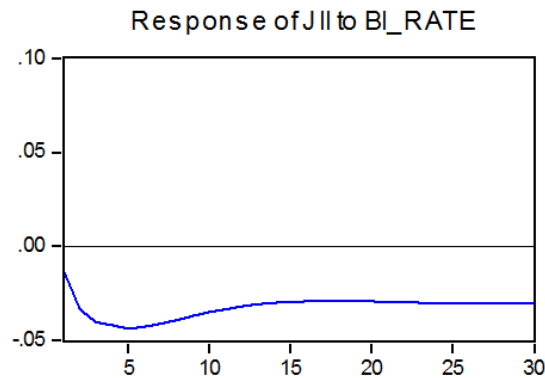
IHK	KONS (-1)	KONS (-2)
koefisien	-3.650855	-4.253850
Standard error	(1.64980)	(1.59634)
t-statistik	[-2.21291]	[-2.66474]
t-tabel	1,98118	
Keterangan	signifikan	

Sumber: Hasil estimasi Eviews 8.1. Diolah

4.3.5 *Impulse Response Function (IRF)*

Uji *Impulse Response Function (IRF)* menunjukkan respon suatu variabel terhadap guncangan (*shock*) dari variabel yang lain pada periode tertentu. Sumbu horizontal menunjukkan periode, dengan satu periode mewakili satu bulan (bulanan). Sumbu vertikal menunjukkan perubahan suatu variabel akibat *shock* variabel tertentu, perubahan ini dinyatakan dalam satuan standar deviasi (SD).

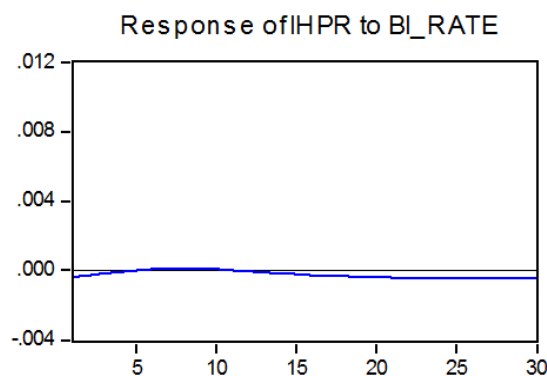
Pada penelitian ini, *Impulse Response Function* difokuskan untuk melihat peran saluran harga aset dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter ganda di Indonesia, dengan melihat respon variabel JII dan IHPR terhadap *shock* variabel *BI Rate*, respon variabel PEND terhadap *shock* variabel JII dan IHPR, respon variabel KONS terhadap *shock* variabel PEND serta respon variabel IHK terhadap *shock* variabel KONS sesuai dengan konsep transmisi kebijakan moneter saluran harga aset dari Mishkin (1996).



Gambar 4.7

Respon variabel JII terhadap guncangan variabel *BI Rate*

Respon variabel JII terhadap guncangan dari variabel *BI Rate* ditunjukkan oleh Gambar 4.7. Pada awal periode, JII merespon negatif pergerakan *shock* variabel *BI Rate* dengan angka menunjukkan -0.013426 SD, respon negatif ini tetap ditunjukkan oleh variabel JII hingga mencapai puncaknya pada bulan kelima, yakni mencapai angka -0.044042 SD. Respon negatif terus terjadi pada periode ke-10 dan ke-20 hingga periode akhir yakni periode ke-30. Dengan masing-masing respon menunjukkan angka -0.035233 SD (periode ke-10), -0.029541 SD (periode ke-20) dan -0.030399 SD (periode ke-30).



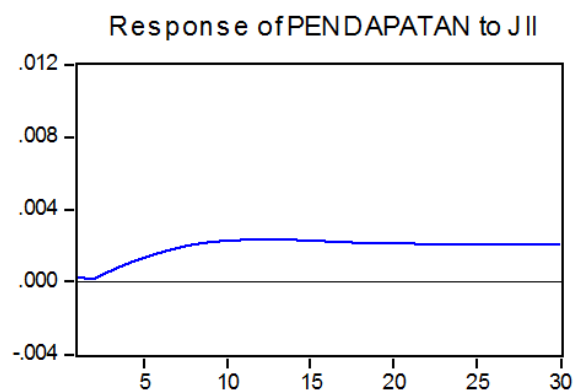
Gambar 4.8

Respon variabel IHPR terhadap guncangan variabel *BI Rate*

Respon variabel IHPR terhadap guncangan dari variabel *BI Rate* ditunjukkan oleh Gambar 4.8. Respon variabel IHPR terhadap *shock* variabel *BI*

Rate sepanjang periode menunjukkan tingkat respon yang rendah. Hal ini ditandai dengan tingkat fluktuasi yang rendah dan angka respon yang hanya berkisar pada angka nol.

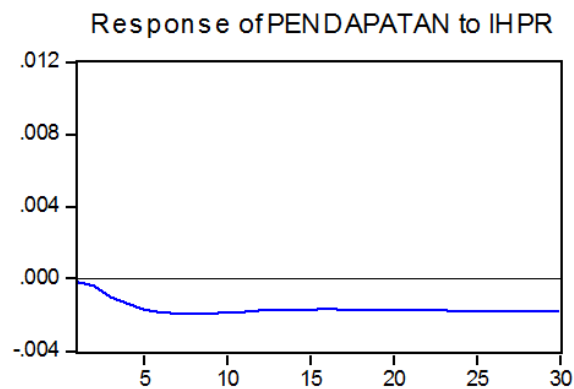
Pada periode pertama hingga periode keempat, variabel IHPR menunjukkan respon yang negatif. Selanjutnya pada periode kelima hingga periode ke-11, IHPR menunjukkan respon yang positif, dengan besaran respon berada pada 0,0000868 SD (periode kelima) hingga 0,000943 SD (periode ke-11). Pada periode ke-12 sampai periode ke-30, IHPR kembali menunjukkan respon yang negatif, dengan besaran respon berada pada -0,0000381 SD (periode ke-12) hingga -0,000403 SD (periode ke-30).



Gambar 4.9
Respon variabel PEND terhadap guncangan variabel JII

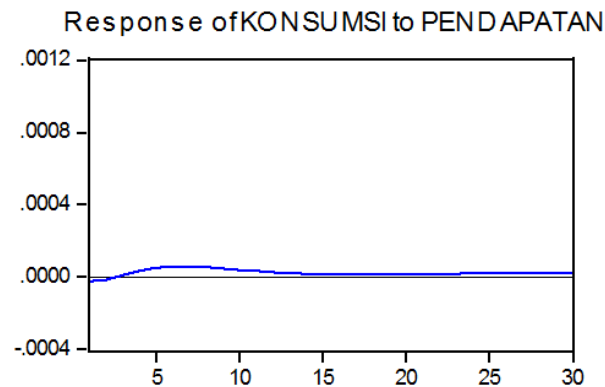
Gambar 4.9 menunjukkan respon variabel pendapatan terhadap guncangan dari variabel JII. Respon variabel pendapatan menunjukkan hasil yang positif sepanjang periode. Pada periode pertama variabel PEND merespon pergerakan JII sebesar 0,000248 SD, respon ini terus menunjukkan kenaikan pada periode selanjutnya hingga mencapai puncak pada periode ke-12, yang mencapai angka 0,002332 SD.

Setelah mencapai puncaknya pada periode ke-12, respon variabel pendapatan terhadap pergerakan JII cenderung menurun, yakni periode ke-13 hingga periode ke-20, dengan angka menunjukkan nilai 0,002323 SD (periode ke-13) dan 0,002108 SD (periode ke-20). Hingga akhirnya variabel pendapatan menunjukkan respon yang stabil dari periode ke-21 hingga periode ke-30 dikisaran angka 0,002053 SD hingga 0,002089 SD. Namun secara keseluruhan variabel pendapatan selalu menunjukkan respon yang positif.



Gambar 4.10
Respon variabel PEND terhadap guncangan variabel IHPR

Respon variabel pendapatan terhadap guncangan dari variabel IHPR ditunjukkan oleh Gambar 4.10. Secara keseluruhan variabel pendapatan selalu menunjukkan respon yang negatif terhadap pergerakan variabel IHPR. Dari periode pertama hingga periode ke-8, respon variabel pendapatan menunjukkan tren yang negatif, dengan angka menunjukkan -0,000182 SD (periode pertama) dan -0,001949 SD (periode ke-8). Pada periode berikutnya, variabel pendapatan tetap menunjukkan respon yang negatif, namun dengan nilai yang stagnan dikisaran angka -0,001695 SD hingga -0,001920 SD.

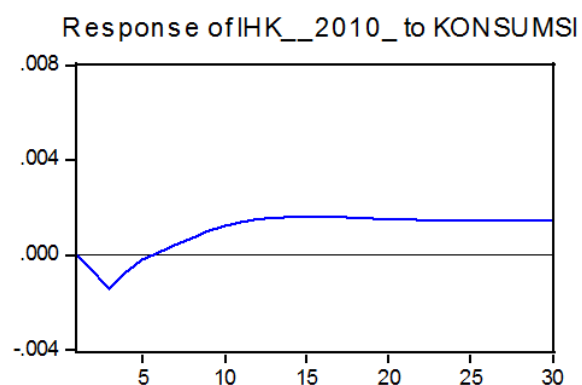


Gambar 4.11

Respon variabel KONS terhadap guncangan variabel PEND

Respon variabel konsumsi terhadap guncangan dari variabel pendapatan ditunjukkan oleh Gambar 4.11. Respon negatif ditunjukkan oleh variabel konsumsi pada periode pertama dan kedua, $-0,0000244$ SD (periode pertama) dan $-0,0000145$ SD (periode kedua). Pada periode berikutnya respon variabel konsumsi menunjukkan tren yang positif, dengan angka menunjukkan $0,0000101$ SD (periode ke-3) dan $0,0000593$ SD (periode ke-6).

Pada periode ke-12 hingga periode ke-30, variabel konsumsi tetap menunjukkan respon yang positif, namun dengan nilai yang stagnan dikisaran angka $0,000298$ SD hingga $0,000349$ SD. Secara keseluruhan variabel konsumsi selalu menunjukkan respon yang positif terhadap pergerakan variabel pendapatan.



Gambar 4.12

Respon variabel IHK terhadap guncangan variabel KONS

Gambar 4.12 menunjukkan respon variabel IHK terhadap guncangan dari variabel konsumsi. Respon variabel IHK menunjukkan hasil yang fluktuatif di awal periode. Pada periode kedua variabel IHK merespon pergerakan variabel konsumsi sebesar $-0,000711$ SD respon terus menunjukkan penurunan pada periode selanjutnya hingga mencapai puncaknya yakni pada periode ketiga, yang mencapai angka $-0,001410$ SD.

Setelah mencapai puncak penurunannya pada periode ketiga, respon variabel IHK terhadap pergerakan variabel konsumsi cenderung meningkat, yakni pada periode keempat hingga periode ke-15, dengan respon menunjukkan angka $-0,000705$ SD (periode keempat) dan terus meningkat hingga menunjukkan respon yang positif dengan nilai $0,001619$ SD (periode ke-15). Setelah periode ke-15 hingga periode ke-30, respon variabel IHK cenderung stagnan, dengan nilai respon berkisar pada angka $0,0015$ SD.

4.3.6 Variance Decompositions (VD)

Selain analisis *Impulse Response Functions*, VECM juga menyediakan analisis *Variance Decompositions* (VD). Uji VD bertujuan untuk mengetahui bagaimana varian dari suatu variabel ditentukan oleh kontribusi dari variabel lainnya maupun kontribusi dari variabel itu sendiri. Prosedur VD adalah dengan mengukur presentase kontribusi dari masing-masing variabel. Hasil VD pada estimasi persamaan *Vector Error Correction Model* (VECM) ini menjelaskan kontribusi variabel Indeks Harga Konsumen (IHK), Suku Bunga Bank Indonesia (*BI Rate*), *Jakarta Islamic Index* (JII), Indeks Harga Properti Residensial (IHPR),

Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND) dan Rata-rata Konsumsi perkapita pertahun (KONS).

Tabel 4.14
Hasil *Variance Decompositions* JII

<i>Variance Decompositions of JII</i>		
Periode	SE	<i>BI Rate</i>
3	0.144121	12.62940
6	0.223685	15.23687
9	0.280652	15.05728
12	0.325176	14.16119
15	0.363092	13.27085
18	0.397147	12.58063
21	0.428597	12.09066
24	0.458035	11.74668
27	0.485782	11.49549
30	0.512060	11.30094

Sumber: Hasil estimasi Eviews 8.1. Diolah

Hasil estimasi VECM dengan uji *Variance Decompositions* (VD) pada variabel JII ditunjukkan oleh Tabel 4.14. Pada periode ketiga kontribusi variabel *BI Rate* dalam pembentukan JII menunjukkan angka 12.62940%. Kontribusi *BI Rate* menunjukkan tren yang meningkat hingga mencapai puncaknya pada periode ke-7 dengan porsi kontribusi sebesar 15,32046%. Kontribusi *BI Rate* dalam pembentukan JII dapat dikatakan relatif kecil, hal ini dibuktikan dengan nilai kontribusi *BI Rate* yang menunjukkan nilai yang stagnan dengan kontribusi sebesar 12,23481% pada periode ke-20 hingga 11,30094% pada periode ke-30.

Hasil uji *Variance Decompositions* (VD) pada variabel IHPR ditunjukkan oleh Tabel 4.15 di halaman 94. Pada periode ketiga kontribusi variabel *BI Rate* dalam pembentukan IHPR menunjukkan angka 0.321245%. Kontribusi *BI Rate* menunjukkan tren yang menurun, pada periode ke-15 contohnya, *BI Rate* berkontribusi sebesar 0.038440%, angka ini terus mengalami penurunan hingga

pada periode ke-30, *BI Rate* hanya berkontribusi sebesar 0.078727% dalam pembentukan IHPR.

Tabel 4.15
Hasil *Variance Decompositions* IHPR

<i>Variance Decompositions of IHPR</i>		
Periode	SE	<i>BI Rate</i>
3	0.007511	0.321245
6	0.014353	0.096219
9	0.020054	0.069176
12	0.024919	0.048610
15	0.029207	0.038440
18	0.033080	0.042982
21	0.036624	0.053978
24	0.039894	0.064632
27	0.042934	0.072804
30	0.045778	0.078727

Sumber: Hasil estimasi Eviews 8.1. Diolah

Tabel 4.16 pada halaman 95 merupakan hasil estimasi VECM dengan uji *Variance Decompositions* (VD) yang menunjukkan kontribusi variabel JII dan IHPR dalam pembentukan variabel pendapatan. Kontribusi variabel JII pada periode ketiga menunjukkan angka yang minim (0.155510%). Pada periode selanjutnya, kontribusi JII menunjukkan tren yang meningkat, hal ini terlihat pada periode kesembilan yang menunjukkan peningkatan dengan angka kontribusi mencapai 1.106783%. Kontribusi JII menunjukkan tren yang meningkat hingga mencapai puncaknya pada periode ke-30 dengan kontribusi sebesar 1.663145%. Namun secara keseluruhan JII menunjukkan kontribusi yang tidak signifikan dalam pembentukan variabel pendapatan (PEND). Hal ini ditandai dengan besar kontribusi yang hanya berkisar diangka 1%.

Kontribusi variabel IHPR terhadap pembentukan variabel pendapatan pada periode ketiga menunjukkan nilai 1.114846%. Angka ini menunjukkan tren yang

meningkat. Pada periode kesembilan misalnya, kontribusi IHPR berada diangka 4.237491%. Pada periode selanjutnya kontribusi IHPR cenderung stagnan dikisaran angka 4%. Kontribusi IHPR terus naik hingga mencapai puncaknya pada periode ke-30 dengan besar kontribusi mencapai 4.683960%.

Tabel 4.16
Hasil *Variance Decompositions* PEND

<i>Variance Decompositions of PEND</i>			
Periode	SE	JII	IHPR
3	0.011940	0.155510	1.114846
6	0.020054	0.639253	3.265530
9	0.026757	1.106783	4.237491
12	0.032341	1.410362	4.483135
15	0.037050	1.563489	4.518623
18	0.041137	1.628004	4.530533
21	0.044802	1.651066	4.559292
24	0.048175	1.658333	4.600924
27	0.051328	1.661080	4.644706
30	0.054304	1.663145	4.683960

Sumber: Hasil estimasi Eviews 8.1. Diolah

Hasil uji *Variance Decompositions* (VD) pada variabel konsumsi ditunjukkan oleh Tabel 4.17 pada halaman 96. Pada periode ketiga kontribusi variabel pendapatan dalam pembentukan variabel konsumsi menunjukkan angka 0.147097%. Kontribusi variabel pendapatan menunjukkan tren yang meningkat dan mencapai puncaknya pada periode kesembilan dengan kontribusi sebesar 0.410320%.

Setelah melewati periode puncaknya, kontribusi variabel pendapatan menunjukkan penurunan, hal ini terlihat dari besar kontribusi menjadi 0.208980% pada periode ke-21 dan terus menurun hingga pada periode ke-30 angka kontribusi variabel pendapatan hanya sebesar 0.174150%.

Tabel 4.17
Hasil *Variance Decompositions* of KONS

<i>Variance Decompositions</i> of KONS		
Periode	SE	PEND
3	0.000807	0.147097
6	0.001507	0.387236
9	0.002114	0.410320
12	0.002601	0.335385
15	0.002994	0.273953
18	0.003327	0.234084
21	0.003621	0.208980
24	0.003891	0.192973
27	0.004144	0.182154
30	0.004383	0.174150

Sumber: Hasil estimasi Eviews 8.1. Diolah

Hasil uji VD pada variabel IHK ditunjukkan oleh Tabel 4.18. Kontribusi variabel konsumsi terhadap pembentukan variabel IHK pada periode ketiga menunjukkan angka yang minim (6.204014%). Pada periode selanjutnya, kontribusi variabel konsumsi menunjukkan tren yang meningkat, hal ini terlihat pada periode keenam yang menunjukkan peningkatan yang signifikan dari periode sebelumnya, yakni sebesar 10.78965%. Kontribusi variabel konsumsi mencapai puncaknya pada periode ke-30 dengan besaran kontribusi mencapai 15.77896%.

Tabel 4.18
Hasil *Variance Decompositions* of IHK

<i>Variance Decompositions</i> of IHK		
Periode	SE	KONS
3	0.008104	6.204014
6	0.008742	6.731999
9	0.010153	7.562460
12	0.012668	10.78965
15	0.015320	13.13878
18	0.017671	14.39304
21	0.019690	15.03341
24	0.021463	15.38695
27	0.023073	15.61280
30	0.024573	15.77896

Sumber: Hasil estimasi Eviews 8.1. Diolah

4.3.7 Pengujian Hipotesis

Dari hasil uji stasioneritas dengan metode ADF dan PP, dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel dalam penelitian ini yaitu IHK, *BI Rate*, JII, IHPR, PEND dan KONS stasioner pada tingkat *first difference*, maka dari itu perlu dilakukan uji kointegrasi dengan menentukan lag optimum, yaitu lag 2.

Hasil uji kointegrasi mengindikasikan bahwa di antara pergerakan IHK, *BI Rate*, JII, IHPR dan PEND dan KONS memiliki hubungan stabilitas atau keseimbangan dan kesamaan pergerakan dalam jangka panjang. Berdasarkan hasil uji tersebut, maka model yang sesuai untuk digunakan dalam penelitian ini adalah model VECM (*Vector Error Correction Model*). VECM dapat digunakan untuk menguji hipotesis penelitian, yaitu dengan menganalisis hasil uji *Impulse Response Function* (IRF). Pembuktian hipotesis dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Hipotesis pertama menyatakan bahwa diduga terdapat pengaruh (*shock*) negatif tingkat suku bunga Bank Indonesia (*BI Rate*) terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) dan Indeks Harga Perumahan Residensial (IHPR). Analisis *Impulse Response Function* (IRF) menunjukkan bahwa, variabel JII merespon negatif pergerakan *BI Rate*, dengan respon berkisar pada angka -0.013426 SD hingga -0.044042 SD. Demikian halnya dengan hasil uji IRF untuk variabel IHPR menunjukkan hasil yang sama, IHPR merespon negatif pergerakan *BI Rate* dengan besaran respon yang relatif kecil. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama terbukti dalam hubungan variabel *BI Rate* dan JII serta hubungan variabel *BI Rate* dan IHPR.

2. Hipotesis kedua adalah diduga ada pengaruh (*shock*) positif *Jakarta Islamic Index* (JII) dan Indeks Harga Perumahan Residensial (IHPR) terhadap tingkat pendapatan disposabel perkapita pertahun (PEND). Analisis *Impulse Response Function* (IRF) menunjukkan bahwa, variabel pendapatan merespon positif pergerakan JII. Sedangkan hasil uji IRF untuk variabel IHPR menunjukkan hasil yang berbeda, variabel pendapatan merespon negatif pergerakan IHPR, dengan respon berkisar pada angka -0.001949 SD hingga -0.000182 SD. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua terbukti untuk variabel JII dan PEND, namun tidak terbukti untuk variabel IHPR dan PEND.
3. Hipotesis ketiga adalah ada dugaan pengaruh (*shock*) positif tingkat pendapatan disposabel perkapita pertahun (PEND) terhadap rata-rata konsumsi perkapita pertahun (KONS). Hasil uji IRF menunjukkan bahwa variabel KONS merespon positif pergerakan variabel PEND. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga terbukti dalam hubungan variabel KONS dan PEND.
4. Hipotesis keempat adalah diduga ada pengaruh (*shock*) positif rata-rata konsumsi perkapita pertahun (KONS) terhadap Inflasi (IHK). Hasil uji IRF menunjukkan bahwa variabel IHK merespon negatif pergerakan variabel KONS dari periode kedua hingga periode ke-5. Sedangkan pada periode ke-6 hingga periode ke-30, variabel IHK merespon positif pergerakan variabel KONS. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam jangka pendek hipotesis keempat tidak terbukti, namun dalam jangka panjang hipotesis keempat terbukti.

4.4 Pembahasan

4.4.1 Hubungan BI Rate dengan *Jakarta Islamic Index* dan Indeks Harga Properti Residensial

Mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui saluran harga aset menekankan bahwa kebijakan moneter dapat mengendalikan perekonomian melalui pengaruhnya pada perubahan harga aset dan kekayaan masyarakat (Simonangkir, 2014:83). Perubahan harga aset, baik aset finansial seperti obligasi, saham maupun aset non-finansial seperti properti dan emas, banyak dipengaruhi secara langsung oleh kebijakan moneter (Rusydia, 2009:352).

Berikut merupakan hubungan antara kebijakan moneter (*BI Rate*) dengan harga aset finansial (saham) yang menggunakan proksi *Jakarta Islamic Index* dan aset non-finansial (properti) yang menggunakan proksi Indeks Harga Properti Residensial.

4.4.1.1 Hubungan BI Rate dengan *Jakarta Islamic Index*

Literatur ekonomi yang membahas konsep tentang mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset menyebutkan bahwa, masyarakat selaku pemilik modal tidak hanya menyimpan modal yang dimilikinya di perbankan, namun juga menyimpannya melalui kepemilikan saham atas suatu perusahaan. Banyak faktor yang mempengaruhi pembentukan harga saham dari suatu perusahaan, salah satunya adalah faktor ekonomi dan kebijakan moneter.

Menganalisis pengaruh kebijakan moneter terhadap harga saham memiliki kesulitan tersendiri mengingat terdapat masalah endogenitas didalamnya. Disatu sisi kebijakan moneter mempengaruhi harga saham, namun dilain sisi kebijakan

kontraktif bank sentral dilakukan sebagai respon atas peningkatan harga saham (Muslim, 2013:12). Lebih lanjut Mishkin (2004) menyebutkan bahwa peningkatan suku bunga berhubungan dengan penurunan harga saham, sementara itu disaat yang bersamaan, bank sentral merespon kenaikan harga pasar saham dengan meningkatkan suku bunganya. Dalam penelitian ini, penulis hanya membatasi untuk melihat hubungan satu arah dari kebijakan moneter (*BI Rate*) ke *Jakarta Islamic Index* (JII).

Hasil analisis VECM dalam penelitian ini dengan menggunakan estimasi jangka pendek VECM dan uji *Impulse Response Function* menunjukkan hasil yang sama. Pada estimasi VECM jangka pendek ditemukan bahwa JII merespon pergerakan *BI Rate* secara negatif dan signifikan pada periode pertama (Tabel 4.9 halaman 85). Sedangkan uji IRF menunjukkan hasil bahwa JII merespon negatif pergerakan *BI Rate* selama periode pertama hingga periode ke-30 (Gambar 4.7 halaman 88).

Hasil ini menunjukkan bahwa kebijakan moneter Bank Indonesia dengan menggunakan instrumen suku bunga (*BI Rate*) memberikan pengaruh yang negatif terhadap pembentukan harga aset saham di Indonesia. Ketika suku bunga acuan (*BI Rate*) meningkat, kenaikan ini akan direspon oleh bank dengan ikut menaikkan suku bunga perbankan. Dengan suku bank yang meningkat, masyarakat akan lebih memilih untuk menempatkan dana di bank sehingga menyebabkan harga saham di pasar modal cenderung menurun karena permintaan juga menurun. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Alam (2009) dengan menggunakan sampel 15 negara maju dan berkembang.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Alam (2009) juga menunjukkan bahwa suku bunga memiliki hubungan yang negatif dan signifikan di 15 negara tersebut. Lebih lanjut Alam (2009) menjelaskan bahwa jika tingkat suku bunga dapat dikontrol, akan memberikan manfaat yang besar bagi pasar saham di negara tersebut sehingga akan menarik investor untuk masuk dan mendorong perusahaan untuk berinvestasi di pasar saham.

Lebih lanjut hasil analisis dengan menggunakan uji *Variance Decompositions* (Tabel 4.14 halaman 93) menunjukkan bahwa variabel *BI Rate* memiliki kontribusi relatif kecil dalam pembentukan variabel *JII*, dengan angka kontribusi berada pada kisaran angka 11,5%. Selama periode respon, *BI Rate* memberikan kontribusi yang kecil terhadap pembentukan *JII*, dengan kontribusi menunjukkan angka 3,053717% pada periode pertama kemudian naik menjadi 12,62940% pada periode ketiga hingga kemudian turun di periode ke-30 dengan kontribusi menunjukkan angka 11,30094%.

Minimya kontribusi variabel *BI Rate* terhadap pembentukan variabel *Jakarta Islamic Index (JII)* sejalan dengan fakta yang menunjukkan bahwa harga saham di pasar sekunder lebih banyak dipengaruhi oleh persepsi dan ekspektasi pasar (Tempo Online, 2016).

4.4.1.2 Hubungan Suku Bunga Bank Indonesia (*BI Rate*) dengan Indeks Harga Properti Residensial (*IHPR*)

Perubahan harga aset fisik seperti properti dan emas, banyak dipengaruhi secara langsung oleh kebijakan moneter (Rusydia, 2009:352). Kebijakan moneter tersebut dapat mempengaruhi dari segi permintaan maupun penawaran. Namun

sebagian besar penelitian membuktikan bahwa pembentukan harga perumahan lebih disebabkan oleh faktor permintaan (Pedram dkk, 2011).

Mekanismenya adalah ketika bank sentral meningkatkan suku bunga acuan maka akan berdampak pada suku bunga di pasar perbankan (termasuk suku bunga kredit dan tabungan). Di satu sisi peningkatan suku bunga kredit akan menyebabkan biaya untuk kredit perumahan semakin mahal akibatnya permintaan terhadap perumahan semakin menurun dan akhirnya harga perumahan turun.

Hasil analisis VECM dalam penelitian ini dengan menggunakan estimasi VECM jangka pendek menunjukkan bahwa variabel *BI Rate* tidak signifikan mempengaruhi pergerakan IHPR (Tabel 4.10 halaman 85). Begitupula hasil uji *Impulse Response Function* menunjukkan bahwa Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) merespon pergerakan *BI Rate* secara negatif namun dengan tingkat respon yang rendah (Gambar 4.8 halaman 88).

Respon negatif yang ditunjukkan oleh variabel IHPR memberikan arti bahwa ketika terjadi kenaikan suku bunga Bank Indonesia (*BI Rate*) maka akan diikuti dengan penurunan harga properti dengan IHPR sebagai proksinya. Hal ini terjadi karena *opportunity cost* dari membeli properti menjadi tinggi, sehingga masyarakat cenderung memilih untuk menabung daripada membeli properti sehingga akan mengurangi permintaan terhadap aset properti yang pada akhirnya akan menurunkan nilai jualnya.

Sedangkan hasil analisis dengan menggunakan uji *Variance Decompositions* (VD) menunjukkan hasil yang sama. Selama periode respon, *BI Rate* memberikan

kontribusi yang kecil terhadap pembentukan Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) dengan angka kontribusi berada dibawah 1%.

Temuan ini menunjukkan bahwa kebijakan moneter yang diterapkan Bank Indonesia dengan menggunakan instrumen suku bunga (*BI Rate*) memberikan pengaruh yang kecil terhadap pembentukan harga aset properti di Indonesia. Hal ini dikarenakan pembentukan harga aset perumahan di Indonesia lebih dipengaruhi oleh kenaikan harga bahan bangunan, upah tenaga kerja dan harga bahan bakar minyak (Survei Bank Indonesia, 2014).

4.4.2 Hubungan *Jakarta Islamic Index* (JII) dan Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) terhadap Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND)

Teori yang relevan untuk merekam hubungan antara harga aset dengan tingkat pendapatan adalah teori efek kekayaan (*wealth effect*), dengan mekanisme sebagai berikut:

Kebijakan Moneter Ekspansif $\rightarrow Pa \uparrow W \uparrow C \uparrow Y \uparrow \dots\dots\dots (6)$

Kebijakan moneter ekspansif yang diterapkan bank sentral akan meningkatkan harga aset baik saham maupun perumahan (Pa). Peningkatan harga aset tersebut secara otomatis meningkatkan kekayaan pemegang aset tersebut (W) yang pada akhirnya meningkatkan konsumsi pemegang aset (C) serta meningkatkan output (Y) secara agregat (Mishkin, 2011:322).

Berikut merupakan hubungan antara harga aset finansial (saham) yang menggunakan proksi *Jakarta Islamic Index* (JII) dengan Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND) dan harga aset non-finansial (properti) yang

meggunakan proksi Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) dengan Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND).

4.4.2.1 Hubungan *Jakarta Islamic Index* (JII) terhadap Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND)

Teori mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset melalui efek kekayaan terjadi apabila masyarakat mempunyai ekspektasi akan ada peningkatan pendapatan dimasa yang akan datang akibat peningkatan nilai aset yang dimilikinya, sehingga masyarakat akan berusaha untuk meningkatkan konsumsi seiring dengan terjadinya peningkatan pendapatan (*wealth effect*) secara permanen (Astiyah dkk, 2004).

Analisis *Impulse Response Function* menunjukkan bahwa variabel PEND merespon pergerakan JII secara positif (Gambar 4.9 halaman 89). Respon positif yang ditunjukkan oleh variabel pendapatan memberikan arti bahwa ketika terjadi kenaikan harga saham yang ditunjukkan oleh naiknya JII, maka akan diikuti dengan naiknya kekayaan para pemegang saham yang termasuk ke dalam JII.

Sedangkan hasil analisis dengan menggunakan uji *Variance Decompositions* (Tabel 4.16 halaman 95) menunjukkan bahwa variabel JII memberikan kontribusi kecil dalam pembentukan variabel PEND.

Hasil analisis IRF dan VD diatas membuktikan bahwa aset saham memberikan dampak yang positif pada peningkatan kekayaan para pemegangnya (*wealth effect*) walaupun dengan porsi yang kecil. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Abouwafia (2014) tentang kebijakan moneter, nilai tukar dan harga saham di Negara Timur Tengah.

Walaupun Abouwafia tidak menyebutkan secara eksplisit bahwa harga saham dapat mempengaruhi pendapatan atau kekayaan seseorang, melainkan hanya menyebutkan bahwa harga saham dapat mempengaruhi permintaan agregat, penelitian dari Abouwafia ini tetap dapat digunakan sebagai penguat argumen mengingat sebelum harga saham dapat mempengaruhi permintaan, tentu harga saham akan mempengaruhi kekayaan para pemegangnya.

4.4.2.2 Hubungan Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) terhadap Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND)

Penggunaan Indeks Harga Properti Residensial sebagai proksi untuk mengukur kepemilikan aset non-finansial di Indonesia menjadi relevan digunakan, mengingat sektor properti memiliki pangsa kepemilikan aset oleh rumah tangga terbesar di Indonesia (Astiyah dkk, 2004). Selain itu, pesatnya perkembangan sektor properti secara tidak langsung memberikan sinyal adanya kemungkinan peningkatan peran harga aset dalam mempengaruhi kekayaan masyarakat.

Hasil analisis VECM dalam penelitian ini dengan menggunakan uji *Impulse Response Function* menunjukkan bahwa variabel PEND merespon pergerakan variabel IHPR secara negatif (Gambar 4.10 halaman 90). Sedangkan hasil analisis dengan menggunakan uji *Variance Decompositions* (Tabel 4.16 halaman 95) menunjukkan kontribusi variabel IHPR terhadap pembentukan PEND tergolong kecil, hanya sebesar 4,683960% (periode ke-30). Temuan ini didukung dengan hasil estimasi VECM jangka pendek (Tabel 4.11 halaman 86) yang menunjukkan bahwa variabel IHPR memberikan dampak yang negatif namun tidak signifikan dalam pembentukan variabel PEND dalam jangka pendek.

Hasil analisis IRF dan VD membuktikan bahwa aset properti memberikan dampak yang negatif dan kontribusi yang minimal pada peningkatan kekayaan para pemegangnya. Hasil ini didukung oleh survei tentang komposisi kepemilikan aset dan dampak kebijakan moneter terhadap kepemilikan aset oleh Astiyah dkk, (2004) yang menyebutkan bahwa masyarakat cenderung memilih mempertahankan aset properti yang dimilikinya daripada menjualnya (untuk memperoleh tambahan pendapatan) walaupun terjadi peningkatan harga. Kecenderungan ini muncul karena masyarakat memandang aset properti yang dimiliki merupakan pemenuhan dasar akan tempat tinggal.

Walaupun secara eksplisit Astiyah dkk, (2004) tidak menyebutkan adanya pengaruh langsung antara harga properti dengan tingkat pendapatan, namun secara implisit survei ini membuktikan bahwa naiknya nilai aset properti justru akan mengurangi tingkat kekayaan pemegangnya karena daripada menjual aset yang dimilikinya, masyarakat lebih cenderung melakukan investasi dengan cara meningkatkan kepemilikan aset properti lainnya sehingga dalam konteks ini secara tidak langsung kekayaan masyarakat akan berkurang.

Lebih lanjut Muslim (2013) menyatakan bahwa ada motif ingin mewariskan aset perumahan (properti), sehingga ada keengganan dari masyarakat untuk menjual rumah yang dimiliki ketika terjadi kenaikan harga. Kondisi tersebut pada akhirnya mengakibatkan rendahnya hubungan antara kenaikan harga properti dengan bertambahnya kekayaan pemiliknya.

4.4.3 Hubungan Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND) terhadap Rata-rata Konsumsi perkapita pertahun (KONS)

Teori hubungan antara pendapatan dan konsumsi menyebutkan bahwa masyarakat akan menaikkan konsumsinya ketika pendapatan yang diterimanya mengalami kenaikan. Hasil analisis VECM dalam penelitian ini dengan menggunakan uji *Impulse Response Function* menunjukkan bahwa variabel Rata-rata Konsumsi perkapita pertahun (KONS) merespon pergerakan variabel Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND) secara positif (Gambar 4.11 halaman 91).

Sedangkan hasil analisis dengan menggunakan uji *Variance Decompositions* menunjukkan kontribusi variabel PEND terhadap pembentukan variabel KONS sangat kecil, yakni hanya sebesar 0,524580% pada periode pertama. Kemudian menunjukkan kontribusi yang stabil dikisaran 0,18% dari periode ke-23 hingga periode ke-30. Secara keseluruhan variabel PEND memberikan kontribusi dalam pembentukan variabel KONS dibawah 1%.

Hasil analisis IRF dan VD membuktikan bahwa Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND) memberikan dampak yang positif dan kontribusi yang kecil pada variabel Rata-rata Konsumsi perkapita pertahun (KONS). Temuan ini memberikan arti bahwa ketika terjadi kenaikan pendapatan maka akan diikuti dengan kenaikan konsumsi, walaupun dengan tingkat kenaikan yang relatif kecil.

Hal ini didukung oleh data dari Badan Pusat Statistik yang menyebutkan bahwa pendapatan disposable perkapita selalu menunjukkan kenaikan setiap tahun,

dari 19.324,5 ribu rupiah (2008) menjadi 32.633,8 ribu rupiah (2013). Kenaikan pendapatan disposabel ini juga diikuti oleh kenaikan jumlah konsumsi rata-rata yang berkisar antara 3,18% sampai dengan 3,85%.

4.4.4 Hubungan Rata-rata Konsumsi perkapita pertahun (KONS) terhadap Indeks Harga Konsumen (IHK)

Teori yang dapat menggambarkan hubungan konsumsi dan inflasi adalah teori *Demand pull Inflation*. Teori ini menyatakan bahwa terjadinya inflasi disebabkan oleh meningkatnya permintaan masyarakat pada barang dan jasa (*aggregate demand*). Permintaan atau konsumsi yang melebihi kemampuan ekonomi memproduksi barang dan jasa pada akhirnya dapat menimbulkan inflasi (Mankiw, 2006). Variabel konsumsi memiliki peranan penting dalam pembentukan inflasi di Indonesia. Hal ini diperkuat dengan data dan fakta bahwa konsumsi masyarakat senantiasa menjadi komponen terbesar dalam pembentukan Produk Domestik Bruto di Indonesia (Badan Pusat Statistik, 2014:17).

Analisis VECM dalam penelitian ini dengan menggunakan analisis VECM jangka pendek (Tabel 4.13 halaman 87) menunjukkan bahwa variabel KONS memberikan dampak negatif dan signifikan pada IHK. Sedangkan hasil uji *Impulse Response Function* menunjukkan bahwa variabel Indeks Harga Konsumen (IHK) merespon pergerakan variabel Rata-rata Konsumsi perkapita pertahun (KONS) secara negatif pada periode pertama hingga periode kelima (Gambar 4.12 halaman 91), pada periode keenam hingga ke-30 variabel IHK merespon pergerakan variabel KONS secara positif.

Hasil analisis estimasi VECM jangka pendek dan uji IRF menunjukkan bahwa dalam jangka pendek, variabel IHK merespon pergerakan variabel KONS secara negatif, namun dalam jangka panjang variabel IHK merespon pergerakan variabel KONS secara positif. Temuan ini memberikan arti bahwa dalam jangka pendek, ketika variabel konsumsi naik, maka akan diikuti dengan penurunan variabel IHK. Sedangkan dalam jangka panjang, kenaikan variabel konsumsi akan diikuti dengan naiknya IHK.

Respon negatif dalam jangka pendek terjadi karena harga secara umum tidak dapat merespon kenaikan pada variabel konsumsi secara langsung (memerlukan *time lag*). Selain itu, porsi kenaikan permintaan dari barang atau jasa dalam jangka pendek masih lebih kecil dari porsi barang atau jasa yang ditawarkan, sehingga pada titik ini akan terjadi penurunan harga.

Selanjutnya dalam jangka panjang, besar porsi kenaikan permintaan sudah tidak dapat diimbangi dengan jumlah barang atau jasa yang ditawarkan, sehingga harga dari barang dan jasa akan mengalami kenaikan.

Selanjutnya hasil analisis dengan menggunakan uji *Variance Decompositions* menunjukkan kontribusi variabel KONS terhadap pembentukan variabel IHK sebesar 0,00% pada periode pertama. Kemudian menunjukkan kontribusi yang stabil dikisaran 15,5% dari periode ke-21 hingga periode ke-30.

Hasil analisis uji VD membuktikan variabel Rata-rata Konsumsi perkapita pertahun (KONS) memberikan kontribusi yang cukup besar (15%) dalam pembentukan variabel Indeks Harga Konsumen (IHK). Temuan ini didukung dengan survei yang dilakukan oleh Badan Pusat Statistik yang menyatakan bahwa

konsumsi masyarakat senantiasa menjadi komponen terbesar dalam pembentukan Produk Domestik Bruto (Badan Pusat Statistik, 2014:17), dengan kata lain, data dari BPS tersebut membuktikan bahwa konsumsi memiliki peran besar dalam pembentukan inflasi di Indonesia.

4.5 Analisis Hasil Penelitian

Dari hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter saluran harga aset melalui efek kekayaan yang secara teori dapat bekerja melalui dua aset (aset finansial dan aset non-finansial), terbukti hanya dapat bekerja melalui satu aset saja, yakni aset finansial dengan proksi aset saham.

Pada sisi aset finansial dengan proksi harga saham terbukti bahwa ketika terjadi kenaikan harga pada harga saham, maka akan berdampak pada naiknya kekayaan para pemiliknya atau dengan kata lain ada hubungan positif antara harga saham dengan kekayaan pemegangnya.

Pada sisi aset non-finansial dengan proksi harga properti, harga properti memberikan dampak negatif terhadap variabel pendapatan, yang artinya ketika harga perumahan mengalami kenaikan, maka pendapatan masyarakat menurun. Hal ini bertentangan dengan teori *wealth effect* yang menyebutkan bahwa naiknya harga aset dapat meningkatkan pendapatan dan kekayaan masyarakat.

Ketidaksamaan antara teori dengan hasil penelitian dengan menggunakan aset non-finansial (properti) disebabkan beberapa alasan yang telah disebutkan pada bagian sebelumnya yang dapat dirangkum sebagai berikut:

1. Masyarakat memandang aset properti yang dimiliki merupakan pemenuhan kebutuhan dasar akan tempat tinggal.

2. Terdapat motif ingin mewariskan aset perumahan (properti), sehingga ada keengganan dari masyarakat untuk menjual rumah yang dimiliki ketika harga naik.
3. Masyarakat lebih cenderung melakukan investasi dengan cara meningkatkan kepemilikan aset properti sehingga dalam konteks ini secara tidak langsung kekayaan masyarakat akan berkurang.

Dalam kaitannya dengan investasi, Islam memberikan pandangan bahwa investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan. Islam mendorong aktivitas investasi sebagai sarana mengembangkan harta dan modal sehingga dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi secara luas. Agustianto (2014) menyebutkan bahwa maksud dari investasi adalah menanam modal dengan tujuan menambah keuntungan dan mencari kelebihan nikmat Allah. Sebagaimana firman Allah tentang investasi dalam surat Al-Hasyr ayat 18:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ
 اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ ۝۱۸

“Yā ‘ayyuhā ‘l-lazīna āmanūtaqu ‘l-laha waltanzur nafsu ‘mmaqaddamat ligad, wattaqu ‘l-lah inna ‘l-laha khabirumbimā ta’malūn”

Artinya: Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, sesungguhnya Allah Maha Mengetahui apa yang kamu kerjakan (Departemen Agama RI. 2006).

Melalui ayat diatas Allah menganjurkan agar manusia senantiasa memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat) dan senantiasa bertakwa kepada-Nya. Walaupun secara eksplisit ayat ini tidak menyatakan langsung tentang anjuran untuk melakukan investasi, namun secara

implisit ayat ini menunjukkan bahwa pentingnya melakukan investasi pada masa sekarang agar bisa mendapatkan nilai tambah serta pahal dimasa mendatang.

Selanjutnya pada surat Al-Baqarah ayat 261, Allah berfirman:

مَثَلُ الَّذِينَ يُنْفِقُونَ أَمْوَالَهُمْ فِي سَبِيلِ اللَّهِ كَمَثَلِ حَبَّةٍ أَنْبَتَتْ سَبْعَ سَنَابِلٍ فِي كُلِّ سُنْبُلَةٍ مِائَةٌ حَبَّةٌ وَاللَّهُ يُضْعِفُ لِمَنْ يَشَاءُ وَاللَّهُ وَاسِعٌ عَلِيمٌ ۝٢٦١

Maṣālu 'l-lazīna yunfiqūna amwālahum fī sabīli 'l-lahi kamaṣali ḥabbatin ambatāt sab'a sanābila fī kulli sumbulati-mmi'atuḥabbah wallahu yuḍo'ifu liman yasyā'u wallahu wāsi'un 'alīm

Artinya: Perumpamaan (nafkah yang dikeluarkan oleh) orang-orang yang menafkahkan hartanya di jalan Allah adalah serupa dengan sebutir benih yang menumbuhkan tujuh bulir, pada tiap-tiap bulir seratus biji. Allah melipat gandakan (ganjaran) bagi siapa yang Dia kehendaki. Dan Allah Maha Luas (karunia-Nya) lagi Maha Mengetahui (Departemen Agama RI.2006:44).

Ayat diatas merupakan contoh dari bertambahnya nilai suatu materi ketika digunakan untuk berinfaq di jalan Allah yang dianalogikan dengan *habatin wahidatin* (sebutir benih) yang menghasilkan tujuh bulir dan akhirnya menjadi tujuh ratus biji. Bertambahnya nilai dari materi ini serupa dengan tujuan dari investasi, yakni menambah keuntungan dan mencari kelebihan nikmat Allah. Memiliki tujuan yang relatif sama bukan berarti infaq merupakan entitas yang sama dengan investasi.

Pada dasarnya aktivitas investasi memiliki dimensi yang berbeda dengan infaq. Seseorang yang melakukan investasi tentu berharap akan mendapat imbal hasil beserta pokok dari dana yang diinvestasikan, hal ini memang sah dan dibolehkan dalam Islam. Sedangkan aktivitas infaq memberikan konsekuensi bahwa seseorang yang telah mengeluarkannya tidak diperbolehkan mengharap kembalinya dana pokok yang telah dikeluarkan, hanya diperbolehkan mendapat

manfaat dari dana yang dikeluarkan dan berharap nilai tambah yang diberikan oleh Allah.

Lebih jauh lagi anjuran untuk melakukan investasi juga merupakan bentuk dari larangan untuk menimbun harta. Dengan mekanisme bahwa ketika investasi terjadi maka akan terjadi perputaran dana dari pemilik dana kepada partner investasi. Seperti yang tercantum dalam Surat Al-Hasyr ayat 7 berikut:

.... لَا يَكُونُ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ

lā yakūna dūlata 'm-bayna 'l-agniyā-i minkum

Artinya: supaya harta itu jangan beredar di antara orang-orang kaya saja di antara kamu (Departemen Agama RI.2006:797).

Dari ayat tersebut dapat dipahami bahwa uang yang dimiliki harus diputar agar lebih bermanfaat bagi orang lain dan menghasilkan *return* bagi pemiliknya. Tidak hanya menimbun kekayaan atau melakukan konsumsi yang berlebihan, kekayaan harus digunakan dengan sebaik-baiknya, dikeluarkan di jalan Allah dan diinvestasikan agar pada akhirnya harta tersebut akan lebih mendatangkan kemanfaatan bagi perkembangan perekonomian secara lebih luas.

Dalam berinvestasi tentu penting adanya alokasi sumber daya, mengingat ketika alokasi sumber daya yang digunakan tidak tepat maka akan berdampak pada hasil yang diperoleh juga tidak maksimal. Pentingnya alokasi sumber daya juga disebutkan dalam hadist sebagai berikut:

Sahabat Al-Miqdan bin Ma'dykarab al-Kindi mengisahkan: Aku pernah mendengar Rasulullah bersabda: Tidaklah seorang anak Adam memenuhi suatu kantung yang lebih buruk dibanding perutnya. Bila tidak ada pilihan, maka cukuplah baginya sepertiga dari perutnya untuk makanan, sepertiga lainnya untuk minuman dan sepertiga lainnya untuk nafasnya. (HR. Ahmad At-Tirmidzi, An-Nasa'i dan oleh Al-Albani dinyatakan sebagai hadits shahih)

Dalam hadist diatas dijelaskan bahwa secara tersirat Rasulullah menganjurkan untuk tidak menggunakan sumber daya (lambung) yang ada untuk melakukan konsumsi secara berlebihan namun agar menyisihkan sebagian untuk kebutuhan lain yang juga diperlukan. Hal tersebut juga disebutkan dalam ayat Al Quran surat Al-A'raf ayat 31 berikut:

﴿يَبْنَىءَآءَآءَمَ خُذُوا زِينَتَكُمْ عِنْدَ كُلِّ مَسْجِدٍ وَكُلُوا وَشَرِبُوا وَلَا تُسْرِفُوا إِنَّهُ لَا يُحِبُّ الْمُسْرِفِينَ ۝۳۱﴾

“Yā banī a’dama khuzū zīnatakum ‘inda kulli masjidin wakulū wasyrabū walā tusrifū innahu lā yuḥibbu ‘l-musrifīn”

Artinya: Hai anak Adam, pakailah pakaianmu yang indah di Setiap (memasuki) masjid. Makan dan minumlah, dan janganlah berlebih-lebihan. Sesungguhnya Allah tidak menyukai orang-orang yang berlebih-lebihan (Departemen Agama RI.2006:207).

Dalam ayat diatas, Allah melarang untuk melakukan konsumsi secara berlebihan, yang dimaksud dalam ayat ini adalah konsumsi yang melampaui batas yang dibutuhkan dan melampaui batas-batas konsumsi yang dihalalkan. Konsumsi dalam hal ini dapat berupa konsumsi makanan, pakaian, maupun pembelian kebutuhan lain.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil uji hipotesis dan analisis dalam penelitian ini, kesimpulan yang dapat diambil adalah sebagai berikut:

1. Variabel Suku Bunga Bank Indonesia (*BI Rate*) memberikan dampak yang negatif pada variabel *Jakarta Islamic Index* (JII). Begitu pula dengan variabel Suku Bunga Bank Indonesia (*BI Rate*) juga memberikan dampak yang negatif pada variabel Indeks Harga Properti Residensial (IHPR).
2. Variabel *Jakarta Islamic Index* (JII) memberikan dampak yang positif bagi variabel Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND). Sedangkan variabel Indeks Harga Properti Residensial (IHPR) memberikan dampak yang negatif pada Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND).
3. Variabel Pendapatan Disposabel perkapita pertahun (PEND) memberikan dampak yang positif bagi variabel Rata-rata Konsumsi perkapita pertahun (KONS).
4. Variabel Rata-rata Konsumsi perkapita pertahun (KONS) memberikan dampak yang positif pada Indeks Harga Konsumen (IHK).

5.2 Saran

Berdasarkan data dan fakta serta kekurangan yang ada dalam proses penulisan, maka berikut merupakan beberapa saran bagi penelitian selanjutnya:

1. Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan jenis aset yang lebih dapat menggambarkan kekayaan masyarakat. Semisal aset tanah, deposito, dan emas

karena berdasarkan survei yang dilakukan oleh Astiyah dkk. (2004) tanah, deposito dan emas adalah jenis aset yang lebih populer dimiliki oleh masyarakat dibandingkan dengan surat berharga (saham dan obligasi).

2. Penelitian selanjutnya juga dapat mengembangkan jenis aset perumahan menjadi beberapa kriteria, semisal membagi perumahan dengan ukuran kecil, ukuran sedang dan ukuran besar. Hal ini bertujuan untuk melihat segmen masyarakat mana yang lebih responsif dalam menanggapi goncangan kebijakan moneter khususnya melalui saluran harga aset.
3. Menggunakan data pendapatan dan konsumsi yang lain, sebagai proksi yang lebih dapat menggambarkan kenaikan pendapatan serta besar konsumsi masyarakat, akibat kenaikan dari harga aset yang dimiliki. Semisal menggunakan data konsumsi non-makanan.